المملكة الأردنية الهاشمية

جامعة عمان العربية

كلية القانون

مدى استجابة أحكام شركة الاستثمار المشترك للمتطلبات القانونية للاستثمار في الأردن

- دراسة مقارنة مع القانون المصري-

CONEFORMITY OF THE INVESTMENT COMPANY RULES WEHT THE LEGAL REQUIREMENTS IN JORDAN

-ACOMPATIVE STUDY WETH EGYPTIAN LAW -

إعداد الطالب

يوسف موسى حسين العوايشة

إشراف

الأستاذ الدكتور أكرم ياملكي

قدمت هذه الأطروحة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الدكتوراه في

القانون الخاص

حزيران 2010

التفويض

انا الطالب يوسف موسى العوايشة

أفوض جامعة عمان العربية للدراسات العليا بتزويد نسخ من أطروحتي للمكتبات أو المؤسسات أو الهيئات أو الأشخاص عند طلبها.

الاسم : يوسف موسى العوايشة

التوقيع:

التاريخ:2010/8/17

قرار لجنة المناقشة

نوقشت أطروحة الدكتوراه للطالب: يوسف موسى العوايشة بتاريخ: 2010/7/17 وعنوانها " مدى استجابة أحكام شركة الاستثمار المشترك للمتطلبات القانونية للاستثمار في الأردن " دراسة مقارنة مع القانون المصري

وقد أجيزت بتاريخ: 7/17/ 2010

أعضاء لجنة المناقشة:		التوقيع
الأستاذ الدكتور رضوان ابراهيم عبيدات	رئيساً	....
الأستاذ الدكتور أكرم عبدالقادر ياملكي	عضواً ومشرفا	....
الدكتور محمود الكيلاني	عضواً	....
الدكتورة نداء كاظم المولى	عضواً	....

شكر وتقدير

اشكر الله سبحانه وتعالى الذي ألهمني الطموح وسدد خطاي ، وأتقدم بجزيل الشكر والعرفان للأستاذ الدكتور أكرم ياملكي الذي أشرف على هذا العمل ولم يبخل علي بجهد وأفاض علي بعلمه وتوجيهه ، فلا يسعني إلا أن أسأل الله أن يجزيه على ما قدم و بذل من جهد ووقت خير الجزاء ، كما وأشكر أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بقبول مناقشة هذه الاطروحة.

إهداء

الى روحها الطاهرة

والدتي الحبيبة

الى من جعل من نفسه شمعة تحترق لينير إلي الطريق وأصل إلى ما وصلت اليه

والدي الحبيب

الى من عاشت سنوات حياتها في صراع مع المرض

أختي هاله

الى رفيقة دربي الطويل

زوجتي

الى قرة عيني جعله الله من أبناء السلامة

ابني زيد

الى كل هؤلاء اهدي جهدي هذا

الباحث

الفهرس

الملخص:

تبحث هذه الأطروحه في مدى استجابة أحكام شركة الاستثمار المشترك للمتطلبات القانونية للاستثمار في الأردن

وقد استهلت بحثي بالمقدمة والتي بينت فيها أهمية شركة الاستثمار المشترك كوسيلة جذابة للاستثمار الجماعي وبخاصة من قبل صغار المدخرين الذين لا يملكون الوقت والخبرة لاختيار المجالات المثلى لاستثمار أموالهم نظرا لما يتطلبه ذلك من دراية بأسواق المال .

في الفصل الأول بينت تعريف وتسمية شركة الاستثمار المشترك والاختلافات الفقهية والتشريعية في تسمية هذه الشركة وبيان خصائصها، وكذلك التمييز بين شركة الاستثمار المشترك والشركات المشابهة لها، وتاريخ هذه الشركة في الدول التي لها تجارب بهذه الشركة، إضافة الى بيان وجود شركات استثمار مشترك في كل من مصر والأردن.

وفي الفصل الثاني بحثت في النظام القانوني لشركة الاستثمار المشترك من حيث شكلها وغاياتها وتأسيسها ورأسمالها والأوراق المالية التي تصدرها ، وإحالة المشرع الأردني في الكثير من أحكام هذه الشركة إلى أحكام الشركة المساهمة العامة .

أما في الفصل الثالث تناولت إدارة شركة الاستثمار المشترك من حيث تكوين مجلس الإدارة والشروط الواجب توافرها في أعضاء المجلس وسلطات وواجبات مجلس الإدارة والهيئة العامة العادية وغير العادية والعمليات المحظورة على إدارة شركة الاستثمار المشترك من حظر القيام بأعمال التمويل والسيطرة والمضاربة ، إضافة الى البحث في نشاطات والمبادئ التي تقوم عليها شركة الاستثمار المشترك.

بينما تناولت في الفصل الرابع حسابات شركة الاستثمار المشترك من حيث الاحتياطات وتوزيع الأرباح والخسائر والرقابة وأنواعها والاندماج والنظام الضريبي لهذه الشركة مع بيان عدم منح الأردن امتيازات ضريبية لشركة الاستثمار المشترك.

وفي الفصل الخامس أوضحت أحكام الاستثمار في الأوراق المالية في الأردن فيما يتعلق بمؤسسات سوق رأس المال في الأردن و المتطلبات القانونية للاستثمار في الأوراق المالية ، ومدى توافر هذه المتطلبات القانونية في شركة الاستثمار المشترك ، مع استعراض أحكام مشروع قانون الأوراق المالية المعد في هذه السنة 2010 .

وقد توصلت من ذلك أن أحكام شركة الاستثمار المشترك تستجيب للمتطلبات القانونية للاستثمار في الأوراق المالية من حيث وجود سوق مالي ووجود قوانين تشجع على الاستثمار تشتمل على الكثير من الأحكام التي تهدف إلى توفير بيئة ومناخ استثماري ، مع بيان أسباب عدم وجود شركات استثمار لغاية الآن في الأردن.

أما في الفصل السادس والأخير فقد خصصته للخاتمة مبينا فيها النتائج التي توصلت إليها في هذه الدراسة والتوصيات التي اقترح على المشرع الأردني الأخذ بها

الباحث

Abstract

This thesis tackles the extent to which the provisions of the joint investment company respond to the legal requirements of the investment in Jordan.

In fact, the researcher commenced his dissertation with the introduction in which he pointed out the importance of the joint investment company as an attractive means for the group investment and in particular, the minor savers who do not have the time and experience to select the best fields for investing their funds because this necessitates being aware of the financial markets.

Thereafter, and in the first chapter, the researcher pointed out the definition and citation of the joint investment company as well as the jurisprudential and legislative differences incurred regarding citing the said company and stating its characters. Further, the researcher differentiated between the joint investment company and those similar to it and pointed out the history of the said company in the countries that witnessed such a company in addition to stating the existence of joint investment companies in each of Egypt and Jordan.

Next, and in the second chapter, the researcher dealt with the legal regulation of the joint investment company regarding its form, purposes, foundation, capital and the securities issued by it as well as the reference made by the Jordanian legislator in many of the provisions of the said company to the provisions of the public limited companies.

As for the third chapter, the researcher dealt with the management of the joint investment company regarding the composition of the board of directors, the conditions that should be satisfied by the members of the board, the powers and duties of the board as well as the ordinary and extraordinary assembly, the operations operated to be carried out by the management of the joint investment company including prohibiting the management of the joint investment company to carry out financing, controlling and speculating business in addition to looking through the activities and principles on which the joint investment company is based.

After that, and in the fourth chapter, the researcher dealt with the accounts of the joint investment company regarding the reserves, the distribution of the profit and loss, the control, their types, the merger and the taxation system of the said company together with stating the fact that Jordan does not grant tax preferences to the joint investment company.
In the fifth chapter, the researcher pointed out the provisions of the investment in the securities in Jordan regarding the institutions of the stock market in Jordan and the legal requirements of the investment in securities as well as the extent of satisfaction of the said legal requirements by the joint investment company together with looking through the Securities Law drafted in this year 2010.

In fact, the researcher concluded that the provisions of the joint investment company respond to the legal requirements of investment in the securities regarding the existence of a stock market and the availability of laws that encourage investment which includes many provisions that aim at providing an

investment environment and atmosphere together with stating the reasons for the non availability of investment companies in Jordan till this date.

Finally, and in the sixth and last chapter, the researcher dedicated the same for the conclusions at which he arrived regarding this study and the recommendations which he recommend to the Jordanian legislator to consider.

الفصل الاول

المقدمـــــــة

اعتاد الناس على استثمار مدخراتهم في مشاريع تجارية تجلب لهم عوائد مالية تـــضمن لهم حياة أفضل وذلك لعدم شعورهم بكفاية الضمانات الاجتماعية التي توفرها الدوله لهم والمدخر قد يرغب في شراء سيارة او شراء بيت او التعلم او تحقيق مستوى معيـــشي أفضل ، ولكن الاستثمار الأمثل لمدخراته هو تملك القيم المنقولة من الأسهم والسندات. وذلك نظرا لانخفاض قيمة الاسهم و مرونة التعامل في سوق الاوراق الماليـــة ، ممـــا يساعد على الاستثمار في القيم المنقولة وامكانية تنويع الاستثمار بشراء اسهم مختلفـــه لعدة شركات لصعوبة الاستثمار في العقارات والصناعات التجارية التي تتطلب امـــوالاً ضخمة.

الا ان المدخر الفرد في استثماره في القيم المنقوله ، لا يستطيع تحقيق الأمن لاستثماره عن طريق توزيع المخاطر ، اذ يحتاج الى رأس مال ضخم حتى يتمكن من الاستثمار في عدة مجالات اقتصاديه ، وهذه الإمكانات لا تتوفر لصغار المستثمرين في الأوراق الماليه نظرا لانخفاض مدخراتهم .

كذلك لا يستطيع االمستثمرون استثمار مدخراتهم في القيم المنقولة لوحدهم اســـتثماراً سليماً ما لم يلجأوا الى شخص متخصص لطلب المشورة و لا يـــستطيعون الوصـــول لوحدهم الى ما يحققه الاستثمار من وفرة العائد اذ إن ذلك يفترض معرفتهم بالمعلومات التي تساعدهم على كشف الوضع الاقتصادي والمالي للمشروعات التي يرغبـــون فـــي

اقتناء أسهمها او اسنادها سواء فيما يتعلق بخطط الاستثمار او إمكانات الكسب، حيــث يعجزون لوحدهم عن الحصول على هذه المعلومات، او حتى استيعابها و فهمها .

لذلك يجمع رجال الاقتصاد و القانون على أن الحل الأمثل للادخار في الاستثمار هــو الاستثمار الجماعي في القيم المنقولة ، والذي يتمثل في تنظيمات الاستثمار فــي القــيم المنقولة ، والتي تتكون من ترستات الاستثمار واتحادات الاستثمار وشركات الاستثمار وصناديق الاستثمار وعقود الاستثمار المشترك ، بسب قدرة هــذه التنظيمــات غيــر المحدودة على توزيع المخاطر وأهمية الدورالذي تلعبه من الناحيــة الاقتــصادية فــي الاقتصاد الوطني للدولة (المصري ،حسني ، شركات الاستثمار ،دار النهضة 1981 ص9).

فهذه التنظيمات أداة لتجميع المدخرات و توظيفها من خلال شراء الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والمشروعات الصناعية ، حيث توفر مزايا عديدة لصغار المدخرين الذين لا يملكون الوقت والخبرة الكافيين لتمييز المجالات المثلى لاستثمار أمــوالهم ، اذ إن هذه التنظيمات تملك الخبرة المتخصصة التي تمكنها من القيــام بــدورها وجــذب رؤوس الأموال العربية والأجنبية للاستثمار في الأوراق المالية .

و يدور هذا البحث حول شركة الاستثمار كأحد تنظيمات الاستثمار الجماعي في القــيم المنقولة ، حيث تعتبر شركة الاستثمار وسيلة جاذبة للمدخرين الصغار لاستثماراتهم في القيم المنقولة ، وذلك اذا ما احسنت إدارتها بسبب قــدرة شــركات الاســتثمار غيــر المحدودة على توزيع المخاطر ، وتوفر شركات الاستثمار جمع رؤوس أموال ضــخمة و إدارة منظمة تنظيما دقيقاً تعتمد على مديرين ذوي خبرة في مجالات الاستثمار فــي

القيم المنقولة ، مما يساعد هذه الشركات على العمل في ظروف فنية أفضل بكثير مما لو عمل المدخر الفرد لوحده في إدارة استثماراته إدارة مباشرة .

لذلك تظهر هذه الدراسة الحاجة الملحة في الأردن الى إنشاء شركات استثمار على غرار النظام المتبع في الدول الغربية التي لها تجارب في شركات الاستثمار تحقيقا للمزايا التي توفرها هذه الشركات لصالح المدخرين و للاقتصاد الوطني .

و تظهرأهمية هذه الدراسة في بيان مدى استجابة أحكام شركات الاستثمار للمتطلبات القانونية للمستثمراذا رغب المستثمر في الاستثمار في الأردن ، وتحديد رغباته و أهدافه للاستثمار في الأوراق المالية ، وبيان التصرفات القانونية التي يلجأ إليها المستثمر لتحقيق اهدافه .

و ستظهر هذه الدراسة ما اذا كان التنظيم التشريعي لأحكام شركات الاستثمار في الأردن من شأنه أن يمنع المستثمر من تحقيق رغباته وأهدافه وطموحاته على الوجه الأكمل ، على الرغم من وجود التنظيم التشريعي في الأردن لشركات الاستثمار في قانون الشركات وفي قانون الأوراق المالية وفي تعليمات الاستثمار المشترك الصادرة عن هيئة الأوراق المالية ، وإن لم تسجل لغاية هذه اللحظة أية شركة في هذا المجال لدى مراقب الشركات و هيئة الأوراق المالية .

كما ستظهر هذه الدراسة ما اذا كان هناك تعارض بين أحكام شركة الاستثمار المشترك في قانون الشركات والأحكام القانونية العامة وأحكام الشركات المساهمة في قانون الشركات ، او هناك تعارض بين أحكام شركة الاستثمار المشترك و قانون الأوراق

المالية ، و ما اذا كان هذا التعارض هو سبب عدم وجود شركات استثمار مشترك في الأردن .

و بذلك تظهر أسباب عدم وجود شركات استثمارمشترك في الأردن لغاية هذه اللحظة

و العقبات و الصعوبات التي تقف وراء عدم وجود هذه الشركات نظرا للاهمية الاقتصادية التي تحققها هذه الشركات .

كما ستبين هذه الدراسة النظام القانوني لأحكام شركات الاستثمارالمشترك ومدى استجابة أحكام هذه الشركات للمتطلبات القانونية للمستثمر الفرد في الاستثمار في الأوراق المالية .

مشكلة الدراسة:

الغرض من هذه الدراسة هو بيان مدى استجابة أحكام شركة الاستثمار المشترك للمتطلبات القانونية للاستثمار في الأردن مقارنة مع أحكام شركة الاستثمار في القانون المصري.

عناصر المشكلة:

تتضمن عناصر المشكلة التساؤل عما يلي:

1- ما الشكلية المطلوبة في عقد تأسيس شركة الاستثمار المشترك؟

2- ما الأحكام الخاصة برأسمال شركة الاستثمار المشترك؟

3- ما الأحكام الخاصة بإدارة شركة الاستثمار المشترك؟

4- لما لم يحظ هذا النوع من الشركات بالتطبيق في الحياة العملية؟

5-ما المتطلبات والطموحات والغايات المتوخاه للمستثمرين للاستثمار في الأوراق المالية؟

6-ما شكل النظام القانوني لشركة الاستثمار المشترك في القانون الاردني والمصري؟

7- ما مدى اتفاق أحكام الشركات الأستثمار المشترك في القانون الأردني مع القانون المصري؟

محددات البحث:

يتحدد البحث في نطاق النظام القانوني لشركة الأستثمار المشترك ، وعلية فأن الاطروحه لا تتعرض لتنظيمات الأستثمار المشترك الأخرى كصندوق الأستثمار المشترك ، ولا لعقد الأستثمار المشترك او اتحاد الأستثمار المشترك او لعقد الترست.

كما أن هذه الاطروحه لن تتعرض لشرح تفصيلي لشركة المساهمة العامة بشكل عام ، وانما ستتعرض الى ما خصه القانون منها لشركة الأستثمار المشترك ، مستبعدة الأحكام الأخرى التي تنطبق على عموم شركات المساهمة ، كما لا يتعرض الباحث الى طرق انحلال وتصفية الشركة.

منهج البحث المستخدم:

يعتمد الباحث المنهج الوصفي التحليلي في قانون الشركات الأردني والقانون المصري ، حيث يستعرض مسائل البحث والموضوعات التي تتضمنها مشكلة الدراسة ، مع تحليل ما تثيره في ضوء النصوص القانونية ، وما يتصل بتطبيقها وتفسيرها من أحكام وقواعد ،

ويعتمد الباحث أيضا في المسألة الواحدة منهج المقارنة بين ماهو مقرر تشريعا في القانونين الأردني والمصري .

وعليه ستقسم هذه الدراسة الى ستة فصول على النحو التالي :

الفصل الأول المقدمه في ماهية شركة الاستثمار المشترك من حيث التعريف بهذه الشركه وتسميتها وبيان خصائصها وتاريخها وتمييزها عن غيرها من الشركات وشركات الاستثمار في كل من مصر والأردن .

والفصل الثاني في النظام القانوني لشركة الاستثمار المشترك في كل من مصر والأردن من حيث شكل هذه الشركه وتأسيسها والأوراق الماليه التي تصدرها .

الفصل الثالث في إدارة شركة الاستثمار المشترك من حيث مجلس الإدارة والهيئة العامة لشركة الاستثمار العاديه وغير العادية ، وبيان نشاطات هذه الشركة التي تقوم عليها في كل من مصر والأردن .

الفصل الرابع في حسابات هذه الشركة واندماجها مع غيرها من الشركات ، وحسابات الارباح والخسائر وبيان النظام الضريبي والرقابة على هذه الشركة.

الفصل الخامس في متطلبات الاستثمار في الأردن وغايات واهداف الاستثمار ومقارنتها مع أحكام شركة الاستثمار المشترك ، لبيان ما اذا كانت أحكام هذه الشركه تستجيب لمتطلبات الاستثمار في الأردن.

الفصل السادس الخاتمة في النتائج والتوصيات.

الفصـــــــل الأول :

ماهية شركة الاستثمار المشترك

ويتوزع البحث في ماهية شركة الاستثمار المشترك على اربعة محاور :-

المحور الاول : في تعريف وتسمية شركة الاستثمار المشترك .

المحور الثاني: في خصائص شركة الاستثمار المشترك وتمييزها عن غيرها من الشركات.

المحور الثالث: في تاريخ شركة الاستثمار المشترك.

المحور الرابع: في شركات الاستثمار في مصر والاردن

المحور الأول:

تعريف وتسمية شركة الاستثمار المشترك.

يتحقق الاستثمار الجماعي في القيم المنقولة (الاسهم والسندات) عن طريق تنظيمات الاستثمار التي تتمثل في ترستات الاستثمار واتحادات الاستثمار و صناديق الاستثمار وشركات الاستثمار المشترك وكذلك عقود الاستثمار المشترك .

و تعرف هذه التنظيمات بأنها تنظيمات مالية يتمثل غرضها الرئيس في جمع المدخرات و توظيفها بتكوين حوافظ قيم منقولة ، وتتولى إدارة تلك الحوافظ لحساب مدخريها وفق القواعد والمبادىء التي تحكم عملها . (. د نهال فتحي عبد الله ، تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة ص 9)

وقد عرف الفقه الفرنسي تنظيمات الاستثمار الجماعي في القيم المنقولة ، بأنها تنظيم مـــالي يتمثل غرضه الوحيد في تكوين وإدارة حوافظ القيم المنقولة لحـــساب الـــشركاء و مقـــدمي الاموال ، وذلك بتطبيق مبادىء تقسيم المخاطر وتحديدها والابتعاد عـــن جميـــع عمليـــات المضاربة ..(نقلا عن مرجع شركات الاستثمار حسني المصري ص16 Investment Trust FAIN)

وعلى الرغم من وجود وجه شبه بين شركات الاستثمار وتنظيمات الاســـتثمار الجمـــاعي الاخرى في القيم المنقوله الا انه يوجد اختلاف بينهما ، حيث تتميز شركات الاستثمار عـــن غيرها من تنظيمات الاستثمار الجماعي في القيم المنقوله بأنها لا تتخذ شكل الـــشركة ، لأن وصف (الشريك) لا يستخدم الا اذا تعلـــق الأمـــر بـــشركة، فـــي حـــين يطلـــق وصـــف (مقدموالاموال) على كل من يقدم حصة من مـــال الـــى (ترســـت الاســـتثمار) او (اتحـــاد الاستثمار) او (المال المشترك للاستثمار) .

لذا يتوجب التعريف بشركة الاستثمار وبيان خصائصها وتسميتها وتاريخها وتميزهـــا عـــن غيرها من الشركات.

اولا: تعريف شركة الاستثمار المشترك.

اختلفت التعاريف الفقهية والتشريعيه لشركة الاستثمار فهناك من عرفها من حيث الغرض الوظيفي ، فعرفها احد الفقهاء الفرنسيين بأنها شركة تنشأ بين عدد من الاشخاص الطبيعيين او الأشخاص المعنويه و يلتزم كل منهم بتقديم حصة تكون عادة اوراقاً مالية ، لغرض تكوين حافظة قيم منقولة وإدارتها واقتسام ما ينشأ عنها من أرباح ، بحيث يحصل كل شريك على عدد من الأسهم الممثله لرأس المال بنسبة الحصه التي قدمها(les societes d investssement etude

(نقلا عن المصري حسني ،) Raval juridique econonique financiere librairie du rceuil paris 1979 page 17
شركات الاستثمارص 17)

الملاحظ أن هذا التعريف لشركة الاستثمار قد حدد غرض الشركة بتكـوين وإدارة حـوافظ القيم المنقولة ، و لكن لم يبين الشكل القانوني لشكل الشركة كما أنه لم يشتمل على المبادىء الأساسية التي تتبعها الشركة في نشاطها .

وهناك من عرف شركة الاستثمار المشترك ، بأنها تلك التي يكون غرض تأسيسها توظيف اصولها في القيم المنقوله كألاوراق الماليه ، طبقاً لسياسة التوزيع وتحديد الأمان للمساهمين بأفضل الوسائل التي يمكن أن توفرها الإداره المباشره للأوراق الماليـه (د" محمود الكيلاني الموسوعه التجارية والمصرفية المجلد الخامس الشركات النجاريه دراسه مقارنه ص315 طبعة 2008)

ويلاحظ أن هذا التعريف قد اشتمل على غرض الشركة بتوظيـف أصـول الـشركة فـي الاستثمار في القيم المنقوله كالأوراق المالية ، واشتمل على المبادئ الاساسية فـي توزيـع المخاطر ، الا انه لم يشتمل على الشكل القانوني لشركة الاستثمار المشترك على أعتبـار انها شركة مساهمة .

وهناك تعريف آخر لشركة الاستثمار المشترك ، بأنها الشركة التي يكون غرضها توظيـف أصولها في القيم المنقوله من الاوراق الماليه طبقا لسياسة توزيع المخاطر ، وذلك بتطبيـق الأمان والعائد للمساهمين فيها بأفضل الوسائل الفنيه عن طريـق الإدارة المباشـره لتلـك الأوراق المالية التي يقدمها المساهمون في الشركة كحـصة مـساهمة (د شاهين محمد شوقي الشركات المشتركه طبيعتها واحكامها قي القانون المصري والمقارن ص107)

كما أن الفقه المصري كان قد عرف شركة الاستثمار المشترك ، بأنها الشركة التي لا تهدف الى السيطرة على إدارة الشركات التي تسهم فيها ، وإنما تهدف الى استثمار أموالها في أسهم تلك

الشركات للحصول على ربح في توظيف اموالها بالإسهام في شركات مختلفة ويكون رأسمالها بنسب محدودة وموزعة على عدة شركات.(د الشرقاوي محمود سمير ، المشروع المتعدد القوميات و الشركة القابضة كوسيلة لقيامه ص 145.)

غيران الملاحظ على هذا التعريف انه وإن كان قد حدد غرض الشركة بتوظيف أموالها في المساهمة في شركات أخرى ، إلا أنه أسقط منه شكل شركة الاستثمار المشترك ولم يتطرق الى مبادئ اكتساب الأوراق المالية التي تستثمرها هذه الشركة في شركات أخرى ، مثل مبدأ التوزيع القانوني ، ومبدأ التوزيع الاقتصادي للمخاطر، والتوزيع الجغرافي سواء داخل الدولة او خارجها .

أما التشريع الأردني ، فبالرغم من أنه عالج أحكام شركة الاستثمار المشترك في نص م/209 من قانون الشركات ، الا انه لم يتضمن تعريفا لشركة الاستثمار المشترك بل اكتفى بالإشارة إلى أن هذه الشركة تأخذ أحد شكلين هما شكل شركة الاستثمار المشترك ذات رأس المال المتغير و شكل شركة الاستثمار ذات راس المال الثابت . .(د عطوي فوزي، الشركات التجارية ص 491) وللأسف الشديد سلك المشرع الأردني في مشروع قانون الشركات الجديد الصادرعن وزارة الصناعة والتجارة لسنة2010 نفس المسلك في قانون الشركات الحالي المعمول به حيث لم يقم بتعريف شركة الاستثمار المشترك وأبقى على نص المادة كما هو .

وأيضا التعليمات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية (تعليمات الاستثمار المشترك رقم/2 لسنة 1999) لم تعرف شركة الاستثمار المشترك ، بل عرفت مشروع الاستثمار المشترك ، الذي يشمل صندوق الاستثمارالثابت والمتغير وشركة الاستثمار ذات رأس المال الثابت وذات رأس المال المتغير ، حيث عرفته في المادة/3 بأنه نشاط استثماري يتم بموجبه تجميع الأموال من

الجمهور لأستثمارها في الأوراق الماليـــة علـــى أســـاس جمـــاعي يقـــوم علـــى توزيـــع مخاطر الاستثمار.

هذا التعريف و إن كان قد اشتمل على غرض الاستثمار الذي يتمثل في تجميع الأموال من الجمهور لأستثمارها في الأوراق المالية و تضمن مبادئ توزيع المخاطر، الا أنه يعاب عليه أنه قد اشتمل على شكلين هما شركة الاستثمار وصندوق الاستثمار ، ولـــم يبـــين الـــشكل القانوني لهذا المشروع وان كان قد أشار في نص الماده /2 من النظام الى ان الشركه هـــي شركة استثمار مشترك الوارده في قانون الشركات .

أما قانون الأوراق الماليه رقم /76 لسنة 2002 فقد عرف شركة الاستثمار في المادة 2/5 بأنها الشركة التي يكون نشاطها الرئيس الاستثمار في الأوراق الماليه والاتجار بها ، او الشركة التي تمتلك او تنوي تملك مايزيد على 50%من مجموع موجوداتها على شكل أوراق ماليـــه ، و لا يشمل هذا التعريف البنوك او شركات التأمين التي تمارس أعمالها بهذه الصفة.

يعاب على هذا التعريف بالرغم من أنه اشتمل على أن غرض الشركة وهو الاستثمار في الأوراق الماليه والاتجار بها ، ألا أنه لم يبين شكل الشركة وأنه شمل الشركات التي تستثمر اكثر من 50% من أموالها في الأوراق المالية بأنها شركات استثمار ، وهذا التعريف يخالف نص المادة / 209 من قانون الشركات التي اوضحت الفقرة الاولى منها بانها تقتصر غاياتها على استثمار أموالها و أموال الغير في الأوراق الماليه على اختلاف انواعها، ويرى احد الشراح(فوزي محمد سامي المرجع السابق ص579)

أن الفرق بين شركة الاستثمار المشترك و شركة الاستثمار هو أن الأولى تستثمر أموالها

وأموال الغير في الأوراق الماليه ، اما الثانية فتستثمر أموالها كلها او أغلبها في الأوراق الماليه وان شركة الاستثمار المشترك وحدها يمكن ان تكون ذات رأس مال متغير، و يعاب أيضا على التعريف السابق لشركة الاستثمار في قانون الأوراق الماليه ، انه لـــم يـــشتمل علـــى المبـــادئ الأساسية التي تقوم عليها حوافظ القيم المنقوله في مباشرة الشركة لنـــشاطها ، ولـــم يتـــضمن الإعراض عن عمليات التمويل او السيطرة او المضاربة .

ويخالف الباحث هذا الراي ، ذلك أن شركة الاستثمار يجب ان يكون رأس مالها كله مستثمراً في الأورق الماليه وان المشرع قد وقع في خطأ يجب معالجته ، وهو أن هنالك تعارضاً بين معنى شركة الاستثمار المشترك في قانون الشركات ومعناها في قانون الأوراق الماليه ، حيث يعتبـــر قانون الأوراق الماليه ان الشركه التي يكون نشاطها الرئيس الاستثمار في الأوراق الماليـــه او الاتجار بها هي شركة استثمار وهذا الشق من هذا التعريف يتفق مع التعريف الوارد في قانون الشركات ، الا أن الشق الثاني من التعريف الوارد في قانون الأوراق الماليه من ان الشركه التي تمتلك او تنوي تملك 50% فأكثر من موجوداتها على شكل أوراق ماليه هي شركة اســـتثمار ، وفي المقابل قد تستثمر هذه الشركه باقي أموالها في الاستثمارات المباشره كالعقارات والتمويـــل والمضاربه والسيطره ، وهذا يخالف المعنى الفني الدقيق لشركات الاستثمار ، كما أن قـــانون الأوراق الماليه المؤقت لسنة 2002 رقم (76) لم يبين الشكل القانوني للشركه بانهـــا مـــساهمه عامه ، على عكس قانون الأوراق الماليه الملغى المؤقت ايضا لسنة 1997 رقم (23) الـــذي بين ان الشكل القانوني لهذه الشركه هي مساهمه عامه ، كما أن القانون القديم استثنى من هـــذا التعريف شركات الخدمات الماليه والشركات القابضه ، لذلك فإن المشرع الأردني مـــدعو الـــى

ازالة هذا التعارض ليتوافق التعريف الوارد في قانون الأوراق الماليه المؤقت مع المعنى الوارد في قانون الشركات .

و عليه فإن الباحث يرى أن التعريف الأمثل هو الذي نادى به الــبعض.(المصري حسني المرجع السابق ص 19) بكون شركة الاستثمار ((هي شركة مساهمة عامة يكون غرضها الوحيد تكوين حوافظ قيم منقولة وإدارتها وفقاً لمبادئ انتخاب الاوراق ، وتحديد المخاطر وتوزيعها توزيعــا قانونيا واقتصاديا وجغرافيا وتعرض عن عمليات التمويل او السيطرة او المضاربة)) وبالتمعن في هذا التعريف نجد انه اشتمل على ثلاث نقاط رئيسة وهي :

1- غرض الشركة و يتمثل بتكوين حوافظ قيم منقولة وإدارتها .

2- شكل الشركة على أنها شركة مساهمة عامة .

3- المبادئ الاساسية التي تقوم عليها شركة الاستثمار المشترك وهي مبــدأ انتخــاب الأوراق المالية و تحديد المخاطر و الاعراض عن عمليات السيطرة و المضاربة و التمويل .

و يتمنى الباحث على المشرع الأردني ان يتبنى هذا التعريف في أقرب فرصة ممكنــه لتعــديل قانون الشركات.

ثانيا : تسمية شركة الاستثمار المشترك.

إن تسمية شركة الاستثمار لا تعني أن الشركه تقوم بصفه مباشرة بنشاط زراعي او صناعي او عقاري ، ولا تعني هنا ان الشركة تقوم بعمليات التمويل او المضاربه حيــث إن كلمــة استثمارتعني بالمعنى الفني الاقتصادي الدقيق ، توظيف الأموال في تكــوين حافظــة قــيم منقوله.

وإن كلمة استثمار لغة تدل على أن الشخص يقوم بتمويل الغير او الشخص الذي يوظف اموال الغير.

ويرى أحد الشراح Hamel : Les societes dinvestisement publications de n.s.a. page14 (1964) أن المشرع استخدم تسمية شركة الاستثمار، حتى يجذب الجمهور الى مثل هذا النوع من الشركات وأن هذا التعبير لا يضر جمهور المدخرين ، لأن المشرع يوجب على هذه الشركات أن تقرن هذا الاسم بعبارة (الخاضعه الى قانون كذا) حتى يعلم الجمهور بنوع الشركة والأحكام الخاضعه لها بشركات التوظيف ، وفي ظل قانون تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة لسنة1988 الفرنسي، فقد سميت تنظيمات الاستثمار المشترك التي تضم شركات الاستثمار المشترك ذات رأس المال المتغير وصناديق الاستثمار المشتركة .(د عبدالله نهال فتحي ، المرجع السابق ص 9).

اما في مصر فلا يوجد قانون خاص بشركات الاستثمار بالمعنى الفني الاقتصادي الدقيق كما لم ينص عليها في قانون الشركات المصري ، وان كان يوجد عدة تشريعات في الاستثمار مثل قانون الاستثمار وحوافز الاستثمار لسنة 1997 لكنه يعالج مجالات الاستثمار المباشرة وغير المباشرة ، وكذلك قانون تلقي الاموال لتوظيفها رقم /146 لسنة 1988 وان كان يعالج الاستثمارات في القيم المنقوله لكنه أيضا يعالج الاستثمارات المباشرة ، كذلك وجد ايضا قانون سوق المال رقم /95 لسنة 1992 الذي يعالج في الباب الثالث منه الشركات التي تقوم بتكوين وإدارة محافظ الأوراق الماليه ، وغيرها من القوانين التي تعالج الاستثمارات المباشره اكثر منها في الاستثمارات غير المباشرة في القيم المنقوله.

اما المشرع العراقي فقد عالج أحكام هذه الشركة في قانون الشركات رقم (21)لسنة 1997 في المادة التاسعة منه حيث سماها بشركات الاستثمار المالي ، و كان موفقا في تسمية هذا النوع من الشركات (د ياملكي اكرم ،القانون التجاري للشركات 2008 ص 336) .و نشاطها الأساسي هو توجيه المدخرات نحو التوظيف والاستثمار المالي في الأوراق المالية.

أما المشرع الأردني فقد عالج أحكام شركات الاستثمار في قانون الشركات رقم 22 لسنة 1997 وتعديلاته ، وسماها شركة الاستثمار المشترك كما نصت عليه المادة / 209 منه أما قانون الأوراق الماليه فقد سماها بشركة الاستثمار و كذلك في تعليمات تنظيمات الاستثمار المشترك الصادر عن هيئة الأوراق المالية .

ويبدو أن المشرع الأردني قد تأثر بتسمية هذه الشركة بالمشرع الفرنسي الذي سماها شركة الاستثمار المشترك ذات رأس المال المتغير في قانون تنظيمات الاستثمار المشترك ، وجاء هذا التأثر من حيث إضافة كلمة مشترك، وهنا يرى الباحث أن كلمة مشترك يقصد بها الاستثمار الجماعي اي مجموعة من المدخرين يشتركون بالاستثمار في القيم المنقولة .

وقد اختلفت التسميات الفقهية لهذه الشركة فقد عرفها البعض باسم ترست الاستثمار (د. سلامه لويس زكي سوق الاوراق المالية ومستقبلها محاضرة عميد الدراسات المصرفية ص19 وفي المعنى نفسه د. زكريا احمد نصر النقد والاستثمار في الرأسمالية ص 153)

والبعض الاخر سماها بشركات الاستثمار (.الشرقاوي محمود سمير،: المشروع المتعدد القوميات والشركة القابضة كوسيلة لقيامه ص 144 وفي المعنى نفسه د: معوض عبدالتواب شرح قانون توظيف الاموال /مطبع غباشي سنة 1988 ص26).

وبالرجوع الى كلمة استثمار يرى الباحث ان كثيراً من الشركات تستخدم هذه الكلمة للدلالة على نشاطاتها ، وهي في الأغلب استثمارات مباشرة ذات مشروعات صناعية اوعقارية او

تجارية ، ويتفق الباحث مع الرأي القائل بوجوب استخدام مصطلح (شركات توظيف الاموال) (.المصري حسني ، شركات الاستثمار ص 21) اذ تعتبر هذه التسمية اخص بالدلالة على غرض الشركة وهو تكوين حوافظ قيم منقولة مع عدم الخلط بينها و بين شركات الاستثمار التي تقوم بتمويل المشروعات بطرق مباشرة .

و يتمنى الباحث على المشرع الأردني استخدام هذه التسمية في أقرب فرصة ممكنة لتعديل القانون .

المحور الثاني:

خصائص شركة الاستثمار المشترك و تمييزها عن غيرها من الشركات .

اولا: خصائص شركة الاستثمار المشترك :

تتمتع شركة الاستثمار المشترك بعدة خصائص تتميز بها عن باقي الشركات، وهي كما يلي:

1- شركة الاستثمار المشترك هي من شركات الأموال(المادة/7 الفقره/ه من قانون الشركات) والتي تأخذ شكل الشركة المساهمة العامة ، وتسجل في سجل خاص لدى مراقب الشركات ، وهي ذات الاكتتاب العام وتنحصر غاياتها في استثمار أموالها و أموال المدخرين في التعامل بالأوراق المالية من أسهم و سندات ، حيث تلعب دور الوسيط بين المدخرين و الشركات الأخرى التي تملك أوراقها ، ولا يجوز لهذه الشركة القيام بأعمال الاستثمارات المباشره كالأعمال الصناعية او التجارية او الزراعية ، ويحظر عليها كذلك المشاركه في تأسيس شركات أخرى .

2- يجب ان يتضمن النظام الأساسي لشركة الاستثمار المشترك اسم مستشار استثماري (مدير الاستثمار) يقوم بإدارة الشركه، وسبب اشتراط اسم مستشار استثماري هو أن المساهم سيسهم في تلك الشركه بناء على اسم هذا المستشار الاستثماري (د: فوزي محمد سامي، المرجع السابق ص578).

3- تتميز شركة الاستثمار المشترك بأنها تأخذ أحد الشكلين التاليين :

أ- شكل شركة استثمار مشترك ذات رأس مال متغير، ويترتب على ذلك ان الشركه غير مقيده بحد ادنى لرأس المال ، ويستطيع المستثمر الدخول والخروج من الشركة متى شاء .

ب- شكل شركة استثمار مشترك ذات رأس مال ثابت ، ويترتب على ذلك أن الشركه مقيده بحد أدنى لرأس مال الشركة ، وليس بمقدور المستثمر الدخول والخروج من الشركة متى شاء بل علية الذهاب الى السوق المالي وتحمل آثار العرض والطلب .

4- التزام شركة الاستثمار المشترك بمبادىء محددة في حوافظ القيم المنقولة، كمبدأ انتخاب الأوراق المالية وتحديد المخاطر وتوزيعها والامتناع عن عمليات المضاربة و التمويل المباشر او السيطرة ، وهذه المبادئ تحقق للمدخرين الأمن بالنسبه لأموالهم وتوفر لهم عائدامجزيا ومستقراً . (د احمد شرف الدين ، الدليل القانوني لتوظيف الاموال ص181).

5- تقوم الشركة على مبدأ احلال الأوراق المالية حيث تحل الأوراق التي تصدرها الشركة محل الأسهم العينية والنقدية التي يقدمها المدخرون ، و بهذا تثبت ملكية الأموال التي يقدمها المدخرون للشركة كذمة مالية مستقلة عن ذمة الشركاء ، ولا

وتعد ملكا شائعا بين الشركاء لأن الشريك في الشيوع لا يستطيع التصرف بحصته ألا عند التصفية او من الارباح.

6- تتميز شركة الاستثمار المشترك بأنها ليست وسيله لتكوين شركات أخرى أو تأسيس أي مشروع وإن كانت تقوم بالاكتتاب في أسهم شركات أخرى ، ألا إن ذلك من اجل تكوين محفظة أوراق ماليه بغرض الاستثمار المالي (د: محمد شوقي شاهين " الشركات المشتركه طبيعتها واحكامها في القانون المصري رسالة دكتوراه جامعة عين شمس سنة 1987 ص 26)

7- تمتاز شركة الاستثمار المشترك عن غيرها من الشركات بنظام الأعفاء الضريبي كما هو متبع في الدول الغربيه التي لها تجارب في شركات الاستثمار، فبدون وجود نظام الأعفاءات الضربيه سيخضع المساهمون الى ثلاثة انواع من الضرائب ، وهي الضريبة المفروضة على توزيعات الأرباح في الشركات التي تمتلك شركة الاستثمار اوراقها وهذه الضريبة تظهر في الشركات التي قامت بهذه التوزيعات ، والضربيه المفروضه على الأرباح التي تحققها الشركه، والضربيه المفروضه على الأرباح التي يحققها المساهمون، لذلك تنبهت هذه الدول وتشجيعا منها على الاستثمار في تلك الشركة فأوجدت ضربية واحدة وهي الضريبه المفروضه على الأرباح التي تحققها الشركه **فقط.**(HAMEL JOSEPH :Les societes d,Investissment ,Pris 1960 page 991).

8 – تخضع هذه الشركة في ممارستها اعمالها الى رقابة المستثمرين والسلطات العامة ، كهيئة الأوراق الماليه ومراقب الشركات وأمين الاستثمار.

ثانيا: تمييز شركة الاستثمار المشترك عن غيرها من الشركـــــــات

شركات الاستثمار المشترك هي من الشركات المالية ، وبالمقابل توجد شركات أخرى يكون أحد اغراضها تكوين حوافظ القيم المنقولة فتتشابه مع شركات الاستثمار ، كشركات التمويل وشركات المضاربة و صناديق الاستثمار وغيرها، لذلك لا بد من التمييز بين هذه الشركات.

1- شركة الاستثمار المشترك و صندوق الاستثمار .

عرف أحد الفقهاء صندوق الاستثمار بأنه " بنيان قانوني ثلاثي الأطراف ينشأ بين المؤسس و أمين (او مدير) الاستثمار و المدخرين بغرض تكوين و إدارة حافظة أوراق مالية يشترك المدخرون في أرباحها و خسائرها دون أن يكون لهم الحق في الأشتراك في إدارة الصندوق و تتمثل حقوقهم في الصكوك التي تصدرها و يعتمد الصندوق في إدارته على مبدأ توزيـــع المخاطر لتحقيق عائد متزن و مستقر "(د المصري حسني ، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي و القانون المقارن 1995 ص 28).

كما عرف قانون الأوراق المالية الاردني لسنة 2002 في المادة/2 صندوق الاستثمار بأنه الصندوق الذي يتم انشاؤه وفقاً لأحكام القانون والانظمة والتعليمات والقــرارات الــصادرة بمقتضاه ، بهدف الاستثمار في محفظة أوراق مالية او أصول مالية أخرى لتــوفير الإدارة المهنية للاستثمارات الجماعية ، وذلك بالنيابة عن حملة الأسهم او الوحدات الاستثمارية في ذلك الصندوق .

وعرف أيضاً بأنه اداة استثمارية يقوم بموجبها مدير الاستثمار بإدارة استثمار أموال الغير في الأوراق المالية على أساس تعاقدي تحت إشراف و رقابة أمين الاستثمار (تعليمات الاستثمار المشترك الصادرة عن هيئة الاوراق المالية رقم (2) لسنة 1997).

أما القانون المصري فلم يعرف صندوق الاستثمار في تشريعه رقم 95 لسنة 1992 قانون سوق رأس المال واكتفى بالنص في المادة (35) منه على أنه يجوز إنشاء صناديق الاستثمار تهدف الى استثمار المدخرات في الأوراق المالية .

من خلال هذه التعاريف لصندوق الاستثمار يلاحظ الباحث ، أن صندوق الاستثمار وشركة الاستثمار يتشابهان من حيث وحدة الغرض فكلاهما يتمثل غرضهما في تكوين وإدارة حوافظ القيم المنقولة من الأوراق المالية ، كما يتماثلان من حيث اتباع مبدأ توزيع المخاطر والامتناع عن أعمال التمويل والسيطرة والمضاربة ، وعلى الرغم من هذا التماثل يوجد بعض اوجه اختلاف بينهما على النحو الاتي :

1- إن صندوق الاستثمار هو عقد ثلاثي الاطراف ، الطرف الأول مؤسس الصندوق ويأخذ دور الوسيط بين المدخرين والشركات الصناعية أوالتجارية ، وينتهي دوره كمؤسس عند تأسيس الصندوق، وأما الطرف الثاني فهو مدير الاستثمار أو أمين الاستثمار وهما اللذان يتوليان إدارة الصندوق بعد انتهاء دور المؤسس ، بحيث يصبح مدير الاستثمار الطرف الأول مديراً أو أمين الاستثمار والطرف الثاني الذي يسمى في التشريع المصري بالوديع (د. محي الدين اسماعيل علم الدين خدمات امناء الاستثمار 1982 ص320) ، وأما الطرف الثالث فهم المدخرون الذين يقدمون أموالهم الى الصندوق لاستثمارها ، في حين أن الاطراف في شركة الاستثمار المشترك هما طرفان الأول

شركة الاستثمار ، والطرف الثاني هم المدخرون الـــذين يقـــدمون أمـــوالهم للـــشركة لاستثمارها.

2- إن العلاقة التي تربط بين أطراف الصندوق الثلاثة هي علاقة تعاقدية ، تتم بموجب عقد يلزم الطرف الأول مدير الاستثمار والطرف الثاني أمين الاستثمار بحماية مصالح الطرف الثالث المستفيد من مخاطر الاستثمار (د. حسني المصري المرجع السابق ص7) ، في حين أن العلاقة بين أطراف شركة الاستثمار المشترك هي علاقة عقدية تنظمها قواعـــد قانون الشركات.

3- اعترف القانون الأردني بالشخصية المعنوية للصندوق ، وانه ذات استقلال مالي وله حق تملك الأموال المنقولة وغير المنقولة ، وابرام العقود وله حق التقاضي (المادة 91 من قانون الاوراق المالية المؤقت رقم/76 لسنة2002) واعترف للمدخرين بحق الاشتراك في الأرباح ، والحق بالاشتراك في إدارة الصندوق (المادة (95) من قانون الاوراق المالية رقم76 لسنة 2002) وكذلك يجوز تداول أسهم الصندوق في السوق المالي، إلا أنة من خلال مراجعة نصوص قانون الأوراق المالية الؤقت رقم /76 لسنة 2002 لم يجد الباحث أي نص يدل على اتخاذ صندوق الاستثمار المشترك في الأردن شكل شركة مساهمة عامة ، علما أن قانون الأوراق المالية القديم الملغى رقم/23 لسنة 1997 نص في المادة/44 الفقرة/ه على عدم خضوع صناديق الاستثمار المشترك الى أحكام قانون الشركات ، ويؤكد هذا القول أحد الشراح (ارشيدات ،ممدوح ،تداول الاوراق المالية في القانون الاردني ، بحث مقدم لنقابة المحامين الاردنيين النظامين ص78 سنة 2006) في تعريفة لصندوق الاستثمار بأنة مؤسسة ذات طبيعة خاصة ، تستهدف أغراضاً خاصة تتمثل في تجميع مدخرات الأفراد في صندوق تديره شركة ذات خبره استثمارية لقاء عمولة معينة.

أما في القانون المصري فإن صندوق الاستثمار يتخذ شكل الشركة المساهمة ، ويؤيد أحـــد الشراح هذا التوجه من المشرع المصري باتخاذ شكل الشركة المساهمة لصندوق الاستثمار وسماها بشركة الصندوق(د. سميحة القيلوبي الشركات التجارية الجزء الثاني ص543 لسنة 1993)

ويرى جانب من الفقه المصري تعليقا على اتخاذ صندوق الاستثمار شكل الشركة المساهمة ، ان هذه الشركة وتسمى شركة الصندوق هي التي يعترف لها بالشخصية المعنوية وليس الصندوق ذاته ، وإن المساهمين في شركة الصندوق يتمتعون فقط بالاشتراك في الأرباح دون الاشتراك في الإدارة او إدارة الحوافظ ، كما ان القانون المصري لم يعترف للصندوق بالشخصية المعنوية(د. حسني المصري المرجع السابق ص 43). **مما يجعل التفرقة ممكنة مع شركات الاستثمار .**

أما في القانون الفرنسي فإنه ينص على عدم تمتع صندوق الاستثمار بالشخصية المعنوية ، حيث نصت المادة /7 من قانون تنظيمات الاستثمار المشترك الفرنسي لسنة 1988 على عدم تمتع صندوق الاستثمار المشترك بالشخصية المعنوية ، واعتبر المدخرين مالكين لأموال الصندوق ملكية مشتركة على الشيوع. (عبد الله نهال فتحي ، المرجع السابق ص 3849) على عكس شركة الاستثمار المشترك التي تتمتع بالشخصية المعنوية كشركة لها ذمة مالية مستقلة .

2- شركة الاستثمار المشترك وشركات الخدمات المالية :

يقصد بالشركات المالية الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية هي التي يتمثل غرضها في بيع وشراء الاوراق المالية لحساب اصحابها مقابل أجر أو عمولة أو سمسرة (د. المصري حسني صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن 1995 الكويت ص44)

المشرع الأردني عرف شركات الخدمات المالية في المادة/2 من قانون الأوراق المالية رقم /76 لسنة 2002 بأنها الشخص الاعتباري الذي يمارس عملا او اكثر من عمل الوسيط المالي ، او الوسيط لحسابة او امين الاستثمار او المستشار الاستثماري او مدير الاصدار او أي نشاط اخر ، تحدده الهيئة بموجب هذا القانون والانظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه ، يتضح من التعريف ان شركات الخدمات المالية هي التي تمارس اعمال الوساطة المالية ، وقد اشترط المشرع ان تتم عملية التداول في الأوراق المالية من خلال وسطاء ماليين مرخصين لهذه الغاية ، وانه لا يجوز التداول في سوق الأوراق المالية الا بوساطة عقود بين الوسطاء.

وقد أوضح المشرع المصري في قانون سوق رأس المال لسنة 1992 الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بأنها الشركات التي تباشر ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية او الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدرها او تكوين وإدارة صناديق الاستثمار .

في ظل هذه التعاريف فإنه هناك اوجه خلاف بين شركات الخدمات المالية وشركات الاستثمار المشترك وهي كالاتي :

1- إن شركات الخدمات المالية لا تصدر أوراقا مالية للمدخرين تمثل حقوقهم كما تفعل شركات الاستثمار المشترك وانما تقوم باعطاء وصولات بالاوراق المالية المراد بيعها او وصولات بالنقود المراد بها شراء الأوراق المالية (د. علي البارودي عمليات البنوك من الوجهة القانونية ص 261).

2- إن العلاقة بين شركات الخدمات المالية وبين العملاء لا تربطها علاقة مساهمين شركاء كما هو الحال في شركات الاستثمار المشترك ، وأنما العلاقة هي وديعة أو سمسرة او وكالة) .

3- إن شركات الخدمات المالية لا تتبع مبدأ توزيع المخاطر كون المبالغ التي يودعها المدخرون صغيرة نسبياً ، مقارنة مع شركات الاستثمار المشترك التي تجمع مبالغ ضخمة تتبع فيها مبدأ توزيع المخاطر.

4- إن شركات الخدمات المالية تلتزم باتباع أوامر عملائها في شراء وبيع الأوراق المالية ، بعكس شركات الاستثمار المشترك التي لا يجوز للمدخرين توجيه أوامرهم اليها لوجود إدارة متخصصة في مجال البيع والشراء ولديها الخبرة الكافية في ذلك.

3- شركة الاستثمار المشترك و الشركة القابضة :

أطلق تعبير الشركة الأم على الشركة القابضة ، وتعرف الشركة الأم بأنها الشركة التي أسهمت في تأسيس شركة اخرى تخضع الى سيطرتها و تسمى الشركة الوليدة ، ومصدر هذه السيطرة هو تملك الشركة الأم جزء من رأسمال الشركة الوليده في عملية التأسيس ..(د .حسن محمد اسماعيل الشركة القابضة و علاقتها بشركتها التابعة جامعة مؤتة 1990 ص 10) .و عرفت الشركة القابضة أيضا بأنها ((شركة تملك أسهما في رؤوس أموال شركات أخرى تسمى الشركات التابعة بالقدر الكافي التي تمكنها السيطرة على إدارة هذه الشركات و كيفية إدارة هذه الشركات))

(. د . الشرقاوي محمد سمير المرجع السابق ص 143).

واعتبر المشرع الفرنسي أن الشركة يكون مسيطرا عليها في حالتين هما :

1- حين تملك الشركة بصورة مباشرة او غير مباشرة جزءاً من رأسمال شركة أخــرى ممـــا يمنحها أغلبية حق التصويت في الهيئة العامة للشركة التابعة .

2- حين تحوز أغلبية حق التصويت بناء على اتفاق مع المساهمين .(غوشه معتصم مدى استقلال الشركة التابعة عن الشركة القابضة – رسالة دكتوراه ص 21 جامعة عمان العربية ص 2007)..

و عرف المشرع الأردني الشركة القابضة في نص المادة/204 من قانون الشركات بأنها شركة مساهمة عامة تقوم بالسيطرة المالية والإدارية على شركة أو شركات أخرى تــدعى الــشركات التابعة بواحدة من الطرق التاليه :

1- أن تملك أكثر من نصف رأسمالها .

2- أن يكون لها السيطرة على تأليف مجلس إدارتها .

وبهذا يكون المشرع الأردني قد حصر إمكانية سيطرة الشركة القابضة على الشركة التابعة بوسائل اخرى مثل القانون الإنجليزي الذي أجاز السيطرة باتفاق عضو في الشركة مع أعضاء آخرين للتصويت الى جانب صوته .(د . ياملكي اكرم المرجع السابق ص 334) .

من خلال هذه التعاريف يجد الباحث أن الشركة القابضة تهدف الى السيطرة ، وهذه السيطرة قد تكون ماليه وإدارية و تمثل الغرض الاساسي للشركات القابضة .

في حين تتشابه شركة الاستثمار المشترك مع الشركة القابضة في أن نشاط كل منهما يقوم على تملك الأسهم في شركات أخرى.(د . الشرقاوي محمود سمير المرجع السابق ص)144 .

و يزداد التشابه في كل منهما بأن يكون الغرض الاساسي لهما هو فقط مجرد تملك أسهم في شركات أخرى من دون السيطرة عليها .

الا أن شركة الاستثمار المشترك تختلف عن الشركة القابضة بما يأتي :

1- إن شركة الاستثمار المشترك لا تسعى الى السيطرة وإنما مجرد الربح نتيجة تملكها لأسهم شركات أخرى و لا يسمح لشركة الاستثمار بأن تتملك اكثر من (5%) من رأسمالها لتملك أسهم شركة واحدة ، ولا أن تملك أكثر من (10%) من حق التصويت في هذه الشركة.(د . المصري حسني شركات الاستثمار ص32) وهذه النسبة المحدودة لا تسمح لشركة الاستثمار المشترك بالسيطرة على الشركات التي تمتلك أسهمها .

وقد سار المشرع الأردني على هذا النهج حيث أكد في نص م /32 من تعليمات الاستثمار المشترك رقم (2) لسنة 1999 على أنه يحظر على المشروع أن يستثمر على ما يزيد 5 % من قيمة موجوداته في أوراق ماليه صادرة عن شركة واحده ، فغرض شركة الاستثمار المشترك هو توظيف أصولها في قيم منقوله بهدف تحقيق عائد مالي ، بينما غرض الشركة القابضة هو الاستثمار عن طريق السيطرة على الشركات التابعة.

2- تختلف شركة الاستثمار المشترك عن الشركة القابضة في أن شركة الاستثمار المشترك تتبع مبدأ توزيع المخاطر و الابتعاد عن التمويل و السيطرة ، بينما الشركة القابضة لا تتبع هذه المبادئ فموضوعها هوالاستثمار بالسيطرة على الشركات أخرى .

4- شركة الاستثمار المشترك و شركة التأمين :

عرف المشرع الأردني في المادة 920 من القانون المدني عقد التأمين بأنه ((عقـد يلتـزم بـه المؤمن ان يؤدي الى المؤمن له أوالمستفيد الذي يشترط التأمين لصالحه مبلغا من المال أوايراداً مرتبا أو اي عوض مالي اخر في حالة وقوع الحادث المؤمن ضده او تحقق الخطر المبين فـي العقد ، و ذلك مقابل مبلغ محدد او أقساط دورية يؤديه المؤمن له الى المؤمن)) .

يتمثل جوهر عملية التأمين في قيام الشركة المؤمنة بتجميع الأشخاص الذين يتعرضـون الـى خطر واحد ، بحيث يدفع كل واحد منهم مبلغاً من المال دفعة واحدة او على شكل اقساط مقابـل تعهد المؤمن بدفع مقدار من المال في حال تحقق الخطر المؤمن ضده .

كما يعتبر التأمين أداة هامة من أدوات الحذر والاحتياط للمستقبل ، و من ثم يشبع حاجة الفـرد من الأمن والحماية من المخاطر المحتمله ، و بما أن شركة الاستثمار تعمل على تحقيق الأمن والحماية للمدخرين فيها كشركة التأمين ، فقد دفع ذلك البعض الى القول بأن شركة الاستثمار لا تعدو عن أن تكون شركة تأمين ضد المخاطر المالية أو ضد مخاطر البورصـات . (. د . برهم محمد عطا الله التأمين من الوجهه القانونية و الشرعية ص 90) .

إلا أن شركات الاستثمار المشترك تختلف عن شركات التأمين بما يلي :

1- إن البناء الفني لشركة التأمين يعتمد على قانون الأعداد الكبيرة للمخاطر ، و يلزم عدد كبير من أعداد كبيرة من الحالات المتشابهة التي يهددها الخطر و توزيع هذه المخاطر على جميع المستأمنين لدى الشركة ، في حين أن عمل شركة الاستثمار المشترك يعتمد على مبدأ توزيع المخاطر الذي يعني توزيع استثمار المدخرات على مجالات مختلفة من مجالات الاستثمار

(د . برهم محمد عطا الله المرجع السابق ص 22) .

2- إن شركة التأمين تتبع قانون استقلال الحوادث غير المؤكده الذي يعني استقلال المخاطر الفردية التي يتعرض لها كل مستأمن عن المخاطر التي يتعرض لها مستأمن آخر (د .عبدالله نهال فتحي المرجع السابق ص 38) ، أما شركة الاستثمار المشترك فإن المخاطر التي تتعرض لها لا يستقل بعضها عن البعض الآخر ، ويكون لها نفس الأثر على مجموع الأوراق المالية و تكون الخسائر متساوية لجميع المدخرين في الشركة .(المصري حسني ، المرجع السابق ص 35).

5- شركة الاستثمار المشترك و شركات المضاربة :

يتمثل الغرض الأساسي لشركة المضاربة باقتناص فرص الربح السريع من فروق الاسعار من بيع و شراء الأوراق الماليه ، لذلك فهي لا تنظر الى القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم بل تنظر الى الربح السريع و هذا يعتبر ضربا من ضروب المقامرة(Page156 societes divestissement ou SERVIEN . fonds de placement nouvelle formule) نقلا عن المصري حسني ، المرجع السابق ص33) و بالمقابل عرف المشرع الأردني شركة المضاربة في المادة/621 من القانون المدني الأردني بأنها عقد يتفق بمقتضاه رب المال على تقديم رأس المال والمضارب بالسعي والعمل ابتغاء الربح ، وعلية فإن شركات الاستثمار المشترك تسعى الى تحقيق عائد آمن و مستقر إعمالاً لمبادئ انتخاب الصكوك ، لذلك فإن شركات الاستثمار تضمن تكوين حوافظ قيم منقولة تتمتع بالقيمة الحقيقية لأسعار الاسهم .

و من أوجه الخلاف بين شركات المضاربة و شركات الاستثمار المشترك ، أن شركات المضاربة طالما أنها تعتمد على فرص الربح السريع فإنها بغير حاجة الى إدارة متخصصة لإدارة حوافظها.

المحور الثالث:

تاريخ شركة الاستثمار المشترك

إن فكرة تخويل أموال شخص الى شخص آخر لغرض إدارتها ليست جديده ، أنمـــا تمتــد أصولها الى القانون الروماني فقد اعتاد الرومان ممارسة التجاره بالاستثمار وراء أشخاص اخرين يتولون الاتجار نيابة عنهم عن طريق عقد المخاطر الجسيمة ، الذي به يتعهــد رب العمل بتقديم مبلغ معين من النقود الى ربان السفينه ليتاجر فيه على أن يقتسما الأربـــاح (د: محسن شفيق الوسيط في القانون التجاري المصري 1979 ص342).

كذلك عرف العرب في الجاهليه عقد المضاربه ، وبمقتضاه يعطي صاحب المال جزءاً من ماله الى رب العمل للاتجار به واقتسام ما ينشأ من أرباح ، وكذلك الإسلام أقــر التجــارة لمصلحة الطرفين والتي تتمثل في الاستعانه بشخص يملك المال ولا يحسن التجاره بشخص آخر يحسن العمل بالمال (د: طالب حسن موسى الموجز في قانون الشركات 1975 ص14)

وفي أوروبا نتيجة ازدهار التجاره والمشروعات الصناعيه بحث أصحاب رؤوس الأموال عن وسيله لاستثمار أموالهم ومدخراتهم ، فوجدوا رجال البنوك واتخذوهم وسطاء بينهم وبين المشروعات التي يرغبون الاستثمار فيها، حيث قام الوسطاء بتجميع هذه الأموال واستخدموها في المشروعات الصناعيه والتجاريه نيابة عن أصحاب رؤوس الأموال (د: محمود سمير الشرقاوي الشركات التجاريه في القانون المصري دار النهضة 1980 ص6)

ومن هنا ظهرت فكرة الاستثمار الجماعي حيث صدرت بشأن هذه الاستثمارات تــشريعات في بعض الدول ، مثل المانيا تهدف الى حماية أموال المدخرين بتحديــد مــسؤوليتهم عــن

الاستثمار بمقدار الحصص التـــي يقــدمونها. (FAFFA (J.)Les societes d , Investissement et la geation collective page11)

ولما ظهرت الشركات بالأسهم فقد سمحت هذه الشركات لصغار المدخرين بالاشتراك فيهــا عن طريق شراء أسهمها ، وأصبح بوسع المدخر أن يحصل بنفسه على الأسهم بالقدر الذي يسمح به ادخاره ، وقد ظهرت مشكلة إدارة حوافظ هذه الأسهم تبعا لاختلاف السوق الماليه ، ففي الدول التي لا تتمتع بسوق مالي كبير وواسع اعتاد الناس على إدارة حوافظهم بنفسهم إدارة مباشرة أما في الدول التي عرفت بسوق مالي كبير وواسع ، فقد كانت ظروف هــذا السوق تجعل أصحاب رؤوس الأموال أكثر تعرضا الـــى الازمـــات الأقتــصادية ، نظـــراً لافتقارهم الى الخبرة لذا كان المدخر يشهد انهيار المشروعات الكبيرة التي يمتلك أســـهمها وانزلاقها في الإفلاس خلال الأزمات RAVEL: (R.)Les Societes d,Investissement page159) ,Etude Juridique).

ونتيجة لذلك أدت هذه الظروف الى استخدام المدخرين فكرة الاستثمار الجماعي في مجــال القيم المنقوله ، وتعني هذه الفكره قيام عدد من الأشخاص بتحويل مدخراتهم الى أشـــخاص يتولون جمع هذه المدخرات والى تكوين إدارة حوافظ للقـــيم المنقولـــه ، ويكـــون هـــؤلاء الأشخاص متمتعين بالخبره والكفاءه والقدرة على انتخاب الـــصكوك وعمـــل الموازنـــات الضرورية.

لذلك ظهرت التنظيمات الخاصه بالاستثمار الجماعي قي القيم المنقولـــه فاتخـــذت أشـــكالا مختلفه مثل(ترست الاستثمار) و(اتحاد الاستثمار)و (المال المشترك للاستثمار) و(شركات الأستثمار) (المصري ،حسني ،المرجع السابق ص52).

ولكن كيف نشأت هذه التنظيمات في مجال الأستثمار الجماعي ، هذا ما توضحه تجــارب الدول التي ظهر فيها الأستثمار الجماعي في القيم المنقوله .

اولا : التجربه الإنجليزية:

كانت انجلترا من أغنى وأقوى الدول في العالم نتيجة سيطرتها على كثير من المــستعمرات والبحار الدوليه، وكانت عاصمتها لندن مركزا ماليا ضخما فقد منحت الائتمانات لكثير مــن الدول ، فاصبحت مركزا لرؤوس الاموال ونتيجة لذلك نشأ أول تنظيم استثمار جماعي فــي عام 1878 واتبع هذا التنظيم سياسة توزيع المخاطر ، ويعد هذا أول تنظيم استثمار جماعي في القيم المنقوله (Ravel المرجع السابق ص 43) .

وكذلك فقد نشأ تنظيم ترست الاستثمار investment trust ويعتمد هذا التنظيم على ثلاثة أشخاص هم مؤسس الترست (fondatteur) الذي يمثل مجمــوع المــدخرين والأمــين (trustee) وهو الشخص الذي يتولى إدارة حافظة القيم المنقوله وفقاً لتعليمات المؤســس وهو عادة ما يكون (بنكا) والمستفيدون المدخرون في الترست (beneficiares).

ويعني الترست هنا (الثقه) التي تجمع بين الشخص الذي يتولى استثمار أموال المــدخرين وليس (السيطره والاحتكار)، وتميزت قواعد الترست بأنها قواعد سلوك لا تسمح للمديرين بحريه كبيره في إدارة الحافظة.

ثم نشأت تنيظمات الاستثمار الجماعي اعتباراً من 1929 في ظل قانون جمعيات الــصناعه والادخار ، لكن لم تكن القواعد التي وضعها مؤسسو الترست محل احترام فقــد ارتكــب مديرو الترست أخطاء كثيرة في مجال أنتخاب الصكوك وشرائها بأسعار مرتفعة ، مما أدى

الى انخفاض نسبة الأرباح، أما في مجال توزيع المخاطر ، فقد قام مديرو الترست بالأستثمار في صناعات معينه وقد انهارت هذه المشروعات الصناعية في الحرب العالمية الأولى ، أيضًا في مجال تقسيم المخاطر فقد حرص بعض مديري الترست على الأستثمار في صناعات معينة يضمن لهم السيطرة على هذه الشركات والوصول الى أغلبية مقاعد مجلس الإدارة.

كذلك ارتكب مديرو الترست أخطاء أخرى عن طريق تمويل المشروعات الطويلة الأجل ، فقد كان سوء الاحوال الاقتصاديه واضطراب البورصه السبب في تراجع الاستثمار قي القيم المنقولة انذاك .

لكن ترستات الأستثمار استعادت ثقة المدخرين بعد الحرب العالمية الأولى اعتبارا من عام 1931 فقد اعتمد مؤسسو الاستثمار الجماعي في القيم المنقوله صيغة جديده للاستثمار ، وهي صياغة اتحاد الترست ، حيث تقوم هذه الصياغه على تقييد حرية المديرين بوضع قائمة سلفا لبيان الصكوك التي يجوز للمديرين تكوين حافظة منها وكذلك توزيع المخاطر وعدم الاتجاه الى التمويل او السيطرة او المضاربة ، ألا أن هذه الصياغة سرعان ما تبين قصورها ، فقد وضع قيود على حرية المديرين مما أدى الى عجزهم عن اقتناص فرص الربح المتاحه و ضعف العائد المتحقق للمدخرين (Ravel المرجع السابق ص 43) ، من أجل ذلك ظهر اتحاد الترست المرن وهي الصياغه المقتبسه من الولايات المتحده الأمريكيه التي بموجبها يتمتع المديرون بحريه كامله في إدارة الحافظه مما دعا الحكومه الى اتخاذ بعض الإجراءات اللازمة لمنع الغش من جانب المديرين ، ومن هذه الأجراءات القواعد التي وضعت بشأن الصكوك في البورصه وقانون منع الغش وقانون أمين الاستثمار (Ravel المرجع السابق ص43).

يخلص الباحث الى أن تنظيمات الاستثمار الجماعي في القيم المنقولة في انجلترا هي ترست الاستثمار وشركة الاستثمار وشركة الاستثمار المحدودة واتحاد الاستثمار الثابت واتحاد الترست المرن ، ولكن لا يوجد قانون خاص بتنظيمات الاستثمار الجماعي في القيم المنقوله ينظم كيفية تأسيسها وإدارتها وتوزيع المخاطر فيها ، ألا ان محركي ترست الاستثمار في انجلترا أفادوا من التجربه الأمريكيه في جذب المدخرين الى تنظيماتهم من خلال فكرة نظام شركة الاستثمار المفتوحه بجانب شركة الاستثمار المغلقه ، ولكن كون قانون الشركات الانجليزي لا يسمح بتغيير رأس مال الشركه الا عن طريق الجمعيه العموميه غير العادية ، فأن محركي الاستثمار في انجلترا أدخلوا مبدأ قابلية تغيير رأس المال على ترست الاستثمار واتحاد الاستثمار لأنها لا تخضع إلى القانون (Faffa المرجع السابق ص 28)

ثانيا : التجربه الأمريكية :

شهد الاستثمار الجماعي في القيم المنقوله تطوراً حقيقيا في الولايات المتحدة الأامريكيه اعتباراً من عام 1919 ، عندما تجمعت مقومات الدوله المصدرة لرؤوس الأموال ، فأصبحت تقوم بمنح الائتمانات للدول الاخرى ، واهتمت الدوله بتشجيع المدخرات الوطنيه على الاستثمار في الخارج مما أدى الى صياغة اتحاد الترست باعتبارها الوسيله النموذجيه لتحقيق الأمن للمدخرين (fafa المرجع السابق ص45).

واعتمد هذا الترست على مبادئ أساسيه في شراء الصكوك في فتـرة انخفـاض الأسـعار واعادة بيعها في فترة الرخاء بسعر أعلى ، وتوزيع الأستثمارات بـين عـدد كبيـر مـن المشروعات في الداخل والخارج ، واكتساب الصكوك في المشروعات التي تبشر بمـستقبل ناجح ، وقد أدت هذه السياسه الناجحة الى تحويل المدخرات المودعة في صناديق الادخـار

الى اتحاد الترست ، اذ بفضل هذا الاتحاد أصبح يتحقق الأمن للمدخرين عن طريق تقيد مديري الترست بقوائم الصكوك كي يلتزموا بالأستثمار فيها وبتوزيع المخاطر في الشركات الشهيرة و أطلاق يد حرية المديرين في إدارة الترست مما أدى الى ازدهار اتحاد الترست .

الا أن نتيجة المضاربات غير الحميده في الأسواق الماليه والأزمه الأقتصاديه عام 1929 أدت الى انهيار كثير من ترستات الأستثمار، وفي عام 1940 وضع قانون شركة الأستثمار الذي يضمن سلطة الاشراف والرقابه على تنظيمات الاستثمار الجماعي ، والزام مديري هذه التنظيمات بقواعد مشددة من شأنها عدم تعريض أموال المدخرين الى الخطر وبنفس الوقت تشجيع المدخرين على الإسهام في هذه التنظيمات .

بعد ذلك تحولت الترستات المرنة والجامده الى شركات استثمار مغلقه closed investment company وشركات استثمار مفتوحه opened investment company وقد حظيت هذه الشركات بإعجاب المدخرين للمزايا الحسنه التي توفرها لهم ، ومن اهم هذه المزايا دخول الشركاء الجدد وخروج الشركاء دون الحاجه الى إجراءات لتعديل رأس المال سواء بالزيادة او بالتخفيض Senn (j) les soeietes d investissement en droit) francaais et copare these maneg 1956 page 58 نقلا عن المصري حسني المرجع السابق ص 66).

كما تتميز هذه الشركات عن تنظيمات الأستثمار الجماعي بخضوع تلك الشركات الى قانون شركات الأستثمار ، الذي تضمن العديد من القواعد في توفير الحمايه للمدخرين من حيث تأسيس هذه الشركات والحظر على عمليات المضاربه والسيطره ، وكذلك السماح للجنة البورصة باحكام الرقابه عليها وإعمال مبدأ التوزيع للمخاطر، وأصبحت تمتع هذه الشركات بوضع ضريبي ممتاز للمدخرين .

وعليه يمكن القول بأن المشرع الأمريكي كان موفقاً أكثر من المشرع الإنجليزي ، حين عمد المشرع الأمريكي الى إفراد قانون خاص لشركات الاستثمار، على عكس المشرع الإنجليزي الذي أفرد أحكام شركة الاستثمار في قانون الشركات على الرغم من محاولة محركي الاستثمار في انجلترا من الإفادة من المشرع الأمريكي لإنشاء شركات استثمار مفتوحه ، ولكن كون قانون الشركات الإنجليزي لا يسمح بقابلية رأس المال للتغير دون اتخاذ الاجراءات اللازمه لتعديل نظام رأس المال سواء بالزيادة او بالنقصان ، مما اضطر محركي الاستثمار الى الرجوع الى ترست الاستثمار واتحاد الترست ، والذي يسمح بقابلية رأس المال للتغيير دون الرجوع الى موافقة أعضاء الترست او الاتحاد (faffa المرجع السابق ص28).

ثالثا : التجربة الفرنسية .

لقد تأخر وجود تنظيمات الأستثمار في فرنسا مقارنة مع تنظيمات الاستثمار الجماعي في الولايات المتحده الامريكيه ، وأن أول ظهور لتنظيمات الاستثمار الجماعي في فرنسا كان في عام 1945 وذلك لأسباب منها اختلاف النظام المصرفي عنه في الولايات المتحدة الأمريكيه وانجلترا ، الذي يشترط وجود تنظيمات الاستثمار الجماعي في القيم المنقولة وربطها بالنظام المصرفي المتخصص في مجال الاستثمار الجماعي في القيم المنقوله ، فقد كانت البنوك تقوم بمهامها المصرفية الأساسية ، الامر الذي أدى الى انقطاع الصله بين الادخار في المشروعات الصناعية والمشروعات التجارية (Ravel المرجع السابق ص20).

ومن أسباب تأخر ظهور تنظيمات الاستثمار الجماعي في القيم المنقوله في فرنسا ، عدم رغبة المدخرين الفرنسيين في الأستثمار في هذا المجال في القيم المنقولة ذات العائد المتغير

ورغبتهم في الادخار في الأستثمار ذات العائد الثابت ، وذلك لعدم شعورهم بالأمان Retail)
les societes d,investissement journal des cociees et civiles et commecirles 1971 page 33).

ومع ذلك وجدت شركات تعمل بنشاط مشابه لتنظيمات الاستثمار الجماعي كشركات المشاركة وشركات الصكوك والتي تعمل على اكتساب الصكوك في شركات أخرى ، وذلك لاغراض مختلفه عن أغراض تنظيمات الاستثمار الجماعي ، وقد دلت هذه الشركات على مساوئ الأستثمار في القيم المنقولة ذات العائد الثابت والتوجه الى الأستثمار في القيم المنقولة ذات العائد المتغير والإفادة من المشروعات الصناعية والتجارية ، وبناء على ذلك وجد عدد من تنظيمات الاستثمار الجماعي في القيم المنقوله مثل اتحاد الترست وشركات الاستثمار في عام 1925 وبظهور هذه التنظيمات وجدت بنوك متخصصه في الاستثمار الجماعي في القيم المنقوله (Hamelالمرجع السابق ص22).

كذلك من أسباب تأخر ظهور وجود تنظيمات الاستثمار الجماعي مشكلة الازدواج الضريبي، وتتضمن هذه المشكله في أن الفانون الضريبي الفرنسي يفرض نوعين من الضريبة ، الأولى تفرض على الدخل المتحقق لهذه التنظيمات من القيم المنقوله المدرجه في الحوافظ والضريبه الثانية مقرره على زيادة القيمه المتحققه من شراء صكوك الحافظه في بورصة الأوراق المالية ، وكانت هذه الضريبة تنقل المدخر الى وضع اسوأ مما لو انه قرر إدارة حافظته بنفسه.

لذلك حاولت لجنة التشريع التجاري في فرنسا ايجاد حل لحماية أموال المدخرين ، وانتهت الى ضرورة إنشاء شركات استثمار على غرار ترستات الاستثمار في انجلترا وشركات

الاستثمار في الولايات المتحده الامريكيه ، فتم وضع القواعد المنظمة لهذه الشركات في عام 1930(Ravel المرجع السابق ص33).

إلا أن هذا المشروع لم ير النور الا في عام 1945 ، حيث عالج هذا القانون إنشاء شركات استثمار وطنية وشركات استثمار خاصة ، وإن الغرض من انشاء هذه الشركات هو تـوفير الحمايه لصغار المدخرين بتطبيق سياسة المخاطر، لذا انشئت أول شركة فـي ظـل هـذا القانون عام 1949 وهي الشركة الوطنيه للأستثمار .

وفي عام 1952 ظهرت أول شركه استثمار خاصه ، كما ظهرت شـركات اسـتثمارذات رأس المال الثابت او شركات الأستثمار المغلقة ، وهو نظام لا يسمح بتغييـر رأس مـال الشركة الا باتباع إجراءات معينه ، ثم ظهرت في عام 1975 شركات استثمار ذات عائـد متغير والشركات المفتوحة على غرار النظام الأمريكي الذي يتميز بحرية دخول وخـروج المدخرين في أي وقت يشاؤون دون المرور بأية اجراءات.

وقد طرأت عدة تعديلات على قانون عام 1945 بمرسوم صدر في عـام 1967، عنـدما انشئت صناديق الاستثمار لإدارة القيم المنقولة ، كما صدر في عام 1979 قانون صـناديق الاستثمار المفتوحه ذات العائد المتغير ، بالإضافة إلى أنه في عام 1988صدر قانون بشأن تنظيمات الاستثمار المشترك بحيث يحكم شركات الأستثمار ذات العائد المتغير والـصندوق المشترك للاستثمار (Ravel المرجع السابق ص25).

المحور الرابع

شركات الاستثمار في مصر والأردن

أولا- شركات الاستثمار في مصر.

حتى عام 1952 لم يكن متصوراً وجود شركات استثمار في مصر، حيث كان الطابع الزراعي هو الغالب على الاقتصاد المصري ، كذلك لم تكن هناك الرغبه لدى المدخر المصري في الاستثمار في الأسهم والأوراق المالية الى ان صدر قانون استثمار المال العربي والاجنبي عام 1974 ، فظهر عدد من المشاريع الإنتاجية والصناعية .

بعد ذلك صدر قرار جمهوري يقضي بإنشاء "هيئة سوق المال " بغرض تنظيم سوق المال في مصر تهدف الى توظيف المدخرات ومشاركة الأموال المتدفقه من الخارج في عمليات ومشروعات التنميه الاقتصادية ، والتشجيع على إصدار الأوراق المالية وتوفير البيانات والمعلومات عنها والتأكد من سلامتها وجعلها متاحه للجمهور .

ونتيجة لذلك أصبح لدى المدخر المصري رغبه في التعامل في الأوراق المالية ، حيث رافق ذلك تطور التشريعات المصريه في مجال تشجيع الاستثمار في المشروعات التجارية والصناعية وغيرها من المشروعات ، كما صدرت عدة قوانين في هذا المجال ، منها قانون الاستثمار وحوافز الاستثمار لسنة 1997 الذي الغى قانون استثمار المال العربي والأجنبي والمناطق الحرة لسنة 1974 وتعديلاته لسنة 1977، وقانون تلقي الأموال لاستثمارها رقم/146 لسنة 1988 وقانون سوق المال رقم/95 لسنة 1992 .

وبالرجوع الى مفهوم شركة الاستثمار، كونها تقوم بدور الوسيط بين المـدخر والـشركات الاخرى التي تكتسب أوراقها ، وبالغرض الذي أنشئت من أجله في تكوين حافطة قيم منقوله وإدارة هذه الحافظه ، وبمباشرتها نشاطها وفقا لمبادئ تحديد المخاطر وتقـسيمها وتوزيعهـا توزيعا قانونيا وجغرافيا واقتصاديا ، وإعراضها عن عمليات التمويل والسطيره والمضاربه في ظل هذا المفهوم ، يتساءل الباحث الى أي مدى تستجيب هذه القوانين المصريه لمفهـوم شركات الاستثمار ؟.

بالرجوع الى أحكام القانون المصري قانون الاستثماروحوافز الاستثمار لسنة 1997 الـذي حل محل قانون استثمار المال العربي والأجنبي والمناطق الحرة ، يجد الباحث أن القـانون أجاز في المادة الثالثه الفقره الرابعة تأسيس شركات استثمار تهدف الى توظيف الأموال في المجالات المنصوص عليها ، وتعتبر هـذه المجـالات مـشروعات للتنميـه الاقتـصاديه والاجتماعيه بحيث يقوم أصحاب هذه المشروعات بنشاط صناعي أو زراعـي أو عقـاري اوغيرها وبالطبع هذه استثمارات مباشرة.

وهنالك رأي يقول إنه بالإمكان إنشاء شركات استثمار اخذا بالتفسير الواسع لنص هذه الماده عن طريق اكتساب أوراق هذه المشروعات ، ويكون الغرض منها تكـوين حافظـه مـن الصكوك الصادره عن هذه المشروعات (د: حسني المصري المرجع السابق ص 98) .

الا إن القائل بهذا الرأي يخلص الى أن إنشاء شركات استثمار في ظل هذا القانون غير كاف لازدهار هذه الشركات وتقدمها ، لأنه لا يتضمن قواعد خاصه بتكوين حـوافظ شـركات الاستثمار وإدارتها وفقاً لمبادئ تحديد المخاطر وتقسيمها وتوزيعهـا ، ولا الحظـر الـذي يفرض على شركات الاستثمار من حيث الإعراض عن عمليـات التمويـل والـسيطرة او

المضاربة على أوراق هذه الشركات ، لذلك فإن هذا القانون لا يسمح بإنشاء شركات أستثمار مفتوحه ذات رأس مال متغير.

ويؤكد جانب آخر من الفقه في تعليقه على هذا الرأي ، إن شركات الاستثمار في معناها الاقتصادي الدقيق ينحصر نشاطها في تكوين حافظة قيم منقولة وإدارتها التي يمتنع عليها التمويل المباشر للمشروعات التي لا يتحمل المدخرون مخاطر هذه المشروعات ، وأن استيعاب قانون الاستثمار لشركات التوظيف التي تعمل في مجال الاستثمار المباشر وغير المباشر في آن واحد ، يجعل من هذا القانون مظلة لشركات التوظيف قي القيم المنقولة بالمخالفه لطبيعة الهدف الذي يسعى اليه المساهمون في هذه الشركات ، وهو هدف يسعى الى منع الاستثمار المباشر في مجالات نشاطها (شرف الدين احمد،المرجع السابق ص194) .

ويؤكد كذلك أن نص الماده الثالثه من قانون الاستثمار وحوافز الاستثمارالمصري كان يواجه الاستثمار المباشر في المجالات الواردة في فقراتة ، الا ان تخصيص الفقره الرابعه من هذه الماده لشركات الاستثمار التي تقوم بتوظيف الأموال في الأوراق الماليه ينبئ عن أن المشرع كان يقصد الشركات التي تتعامل بالأوراق الماليه للشركات الأخرى ، فأعترف بالاستثمار غير المباشر في القيم المنقوله .

ويؤيد رأيه بدليل آخر وهو أن النص استخدم عبارة الشركات التي تهدف الى توظيف الأموال ، وهو المصطلح الذي يستخدم للتعبيرعن الاستثمارغير المباشر ، ويخلص الى أن أحكام هذا القانون لا تكفي للنشاط الرئيس لشركات الاستثمار خاصة قواعد تكوين حافظة القيم المنقولة وإدارتها (د: احمد شرف الدين المرجع السابق ص194).

وبالرجوع الى قانون تلقي الأموال لاستثمارها رقم 146 لسنة 1988 ولائحته التنفيذية المصري – وهو أول قانون عربي حديث نسبيا– نظم أحكام الشركة التي تتولى استثمار أموال المدخرين في الأوراق المالية ، و سبب صدور هذا القانون هو التجربة التي مرت بها شركات توظيف الأموال التي كانت تؤثر على الاقتصاد المصري وعلى سوق المال ، فكان لا بد من تنظيم تشريعي ينظم هذا النوع من الشركات بحيث يكفل مشاركة هذه الشركات في النشاط الاقتصادي القومي ، ويؤمن مصالح المدخرين بإشراف من الدولة (سامي فوزي محمد المرجع السابق ص 574).

و السؤال هنا هو الى أي مدى تستجيب أحكام هذا القانون ، أي القانون المصري قانون تلقي الأموال لاستثمارها، لمتطلبات توظيف الأموال سواء فيما يتعلق بمجال الاستثمار ، أو التوظيف أو فيما يتعلق بالقواعد المنظمة للاستثمار في الاوراق الماليه ؟.

وغرض شركة تلقي الأموال لاستثمارها هو حصول الشركه من غير الراغبين في استثمار أموالهم على مبالغ مالية ، لتقوم بتوظيفها لديها أو استثمارها أو المشاركه معهم فيها لحسابهم مقابل اشتراك هؤلاء المستثمرين في أرباح وخسائر المشروعات دون الحق في الإداره(القيلوبي سميحه ،المرجع السابق ص562).

إن هذا التنظيم لشركة تلقي الأموال لاستثمارها لا يمنع تكوين شركة استثمار توظيف أموال المستثمرين فيها في القيم المنقوله.

إلا أن هذا القانون أشار الى أن النظام الأساسي لهذه الشركه يجب أن يكون متضمنا نشاطا آخر او عدة انشطه إلى جوار نشاط استثمار الأموال في القيم المنقوله ، ويجب أن تكون هذه الأنشطة الأخرى متجانسة مع نشاط الشركه وهو تلقى الأموال لاستثمارها (القيلوبي ، سميحة ، الشركات التجارية سنة1993 ص563).

وعليه فإن هذا القانون يضم نوعين من الاستثمارات وهما :

1- الاستثمار غير المباشر في القيم المنقوله وهو ما يسمى بشركات الاستثمار كما هو في الدول الغربيه.

2- والاستثمار المباشر كالمشروعات االصناعية والتجارية وغيرها .

وتفيد الصياغة العامة لهذا القانون أن مصطلح توظيف الأموال أراد منه المشرع وضع قاعدة عامة ، تفيد بأن الشركات حرة في اختيار المجال الذي تستثمر فيه أموال المدخرين ، علما بأن مجلس الوزراء المصري هو الذي يضع الضوابط الخاصة في أستثمار الأموال و له ان يمنع من استثمارات معينة في مجال معين . (. د . شرف الدين احمد المرجع السابق ص 195).

وعلية ومن خلال مراجعة نصوص قانون شركات تلقي الأموال واللائحه التنفيذيه المصري ، يجد الباحث أنه قد سمح لهذه الشركات بأن تقتحم كافة مجالات الاستثمار ، مع مراعاة الضوابط التي يضعها مجلس الوزراء ، كما يلاحظ أن قانون تلقي الأموال لاستثمارها جاء خاليا من الإحاطة بالأحكام الأساسية لتنظيمات الاستثمار الجماعي في القيم المنقولة ، وأنه لا يتضمن قواعد بتكوين حوافظ شركات الاستثمار وإدارتها وفقا لمبادئ تحديد المخاطر وتقسيمها وتوزيعها ، ولا تلك التي تحظر على هذه الشركه القيام بعمليات التمويل والسيطرة او المضاربة.

كذلك لم يأخذ هذا القانون بجعل رأس مال الشركة متغيراً ، وجعل ذلك مرهوناً بموافقة جهاز خارجي(مجلس الوزراء) ، وبالرجوع الى نص م / 16 من قانون تلقي الأموال لاستثمارها المصري التي تتعلق بالإعفاءات الضريبية التي تمنح للمستثمر لمدة خمس سنوات في الاستثمار

في القيم المنقولة والاستثمارات طويلة الأجل ، نجد أن مدة خمس سنوات لا تتفق مع طبيعة هذا الاستثمار اذ يجب ان يكون طوال مدة توظيف الأوراق المالية.

أما القانون المصري رقم 95 لسنة 1992 قانون سوق رأس المال و لائحته التنفيذية ، فقد نظم هذا القانون الشركات التي يتمثل غرضها تكوين وإدارة المحافظ الماليـة فالمـشرع المصري لم يفرق بين الشركات التي تقوم بالإدارة المشتركه لحوافظ الأوراق المالية ، وهو ما اصطلح على تسميته في القانون الفرنسي بشركات الاستثمار وبين الشركات التي تقـوم بالإداره الفردية لمحافظ العملاء الذين يعهدون إليها بهذه المهمة وهو ما يسمى في القـانون الفرنسي بشركات إدارة الحافظه .

وتعد الشركات التي تقوم بتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية من الشركات العامله فـي مجال الأوراق المالية ، حيث نص قانون سوق المال على تطبيق قانون الشركات المصري رقم 159 لسنة 1981 في كل مالم يرتبط به نص خاص قي قانون سوق المال.

وقد اقتضى قانون سوق المال أن تأخذ هذه الشركات شكل الشركه المساهمة أو شكل شركة التوصيه التوصية بالأسهم ، ويحوي هذا القانون قواعد تأسيس الشركات العامله في مجـال الأوراق الماليه والترخيص لها بمزاولة نشاطها ، أما القواعـد الخاصـه بـإدارة الـشركه والرقابة الداخلية عليها وانقضائها فتخضع الى قانون الشركات المصري رقـم/159 لـسنة 1981 ، الا ان قانون سوق المال جاء خاليا من المبادئ الهامه التي يرتكز عليهـا نـشاط تنظيمات الاستثمار المشترك وهي مبادئ إدارة المحافظ وفقـا لمبـادئ تحديـد المخـاطر وتقسيمها وتوزيعها.

يخلص الباحث مما تقدم ، الى انه لا يوجد تشريع خاص في مصر لشركات الاستثمار، و أن كل ما قاله الفقه المصري هو إمكانية إنشاء شركات استثمار في مصر بالرجوع الى أحكام بعض القوانين ، مثل قانون استثمار المال العربي والأجنبي و المناطق الحرة ، او في قانون تلقي الأموال لاستثمارها في توظيف الأموال ، او قانون سوق الأوراق المالية لسنة 1992 جاءت دون الإحاطة بالأحكام الأساسية لتنظيمات الاستثمار الجماعي في القيم المنقولة ، وإن الأحكام الوارده في هذه القوانين لا تكفي لتنظيم النشاط الرئيس لهذه الشركات و بصفة خاصة قواعد تكوين حوافظ القيم المنقولة و مبادئ إدارتها على النحو الذي يوفر الأمن للمساهمين ، وهذه القوانين لا تتضمن الأحكام التي تحظر على هذه الشركات القيام بعمليات التمويل أو السيطرة أو المضاربة على صكوكها في البورصة .

بناء على ما تقدم ، يرى الباحث ضرورة وجود تشريع خاص بشركات الاستثمار يشجع على إنشائها واستمرارها وجذب المدخرين إليها ، وهذه دعوة إلى المشرع المصري الى ايجاد مثل هذا التشريع في أقرب فرصة ممكنة ، ويتمنى الباحث على المشرع المصري تسمية هذا القانون بشركات توظيف الأموال التي هي اخص بالدلالة على غرض الشركة ، و في سبيل وضع هذا القانون فإن المشرع المصري مدعو إلى الإفادة من التجارب التشريعية للدول الغربية التي عرفت شركات الاستثمار.

ثانيا- شركات الاستثمار في الأردن .

إن ظهور شركات الاستثمار الجماعي للقيم المنقوله يرتبط ارتباطا وثيقا بظهور ثلاثة مبادئ ترتكز عليها شركات الاستثمار وهذه المبادئ الثلاثة هي:

<u>اولا</u>: سوق ماليه واسعه تتعامل بالأوراق الماليه يستطيع المدخرون من خلالها الاستثمار في القيم المنقوله

<u>ثانيا</u> : الميل إلى الادخار والاستثمار في القيم المنقوله ، حيث من المفترض أن يقتنع المدخرون في الاستثمار في شركات الاستثمار ، لتحقيق عائد مستقر ومجزٍ لمدخراتهم .

<u>ثالثا</u> : يلزم لظهور شركات استثمار وجود تنظيم تشريعي يضمن عدم انحراف إدارة شركة الاستثمار عن غرضها الأصيل ، ووجود الإعفاءات الضريبيه المشجعة للمدخرين كي لا تجعلهم في مستوى أدنى من المدخرين الذين يديرون حوافظهم بأنفسهم إدارة مباشرة.

في ضوء هذه المبادئ الثلاثة يبحث الباحث في مدى توافرها حتى يقال بوجود شركات استثمار في الأردن

أ- وجود سوق مالية واسعة في الأردن

شهد عقد الثلاثينيات وجود شركات مساهمه ، بحيث يمكن القول بأن سوق المال في الأردن مر بمراحل عدة الى أن تم إنشاء بورصة عمان للأوراق المالية .

مرحلة مابين عام 1930 –1960

تتصف هذه المرحله بوجود أدوات مالية ، وتفتقر إلى وجود الأنظمه والقوانين التي تحكم العمل بهذه الأدوات القانونيه وتنظيمها ، فقد شهد عقد الثلاثينيات إنشاء عدد محدود من الشركات المساهمة العامة في الأردن ، مثل تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركه مساهمة عامة وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931، ثم شركة الكهرباء الأردنية عام 1938 ، وفي عقد الخمسينيات أنشئت شركة الإسمنت الأردنية.

تتميز هذه المرحله ، بالرغم من إنشاء عدد من الشركات المساهمه العامه ، بعدم وجود التنظيم القانوني لهذه الشركات أو تداول أسهم هذه الشركات الأمر ، الذي أدى الى ظهور سوق مالي غير منظم لتداول أسهم هذه الشركات من خلال مكاتب غير متخصصه

(د:ارشد فؤاد التميمي و د :اسامه عزمي سلام الاستثمار في الاوراق الماليه تحليل واداره دار الميسره ص155)

وفي مرحلة مابين 1960–1976.

شهد أول إصدار سندات القرض العام ووضع الخطه الخمسيه للبرنامج التنموي في الأردن وتضمنت هذه المرحله طرح سندات قرض لمجموعه من المشاريع الحكوميه ، وإصدار قانون الشركات عام 1962 ، وفي عام 1966 صدر قانون الدين العام الذي هدف الى خلق سوق لرأس المال في الأردن لتمويل مشاريع التنميه الاقتصاديه والاجتماعية ، ففي عام 1969 تم إصدار أذونات الخزينه لسد العجز مابين إيرادات ونفقات الحكومه وتم وضع خطه ثلاثيه تهدف إلى جذب المدخرات الأجنبية الى الأردن لتمويل المشاريع الاقتصاديه ،

كما شهدت تلك الفتره وجود بعض الشركات الماليه (د: ارشد التميمي ود اسامه عزمي سلام المرجع السابق ص155).

أما في فترة مابعد عام 1976

فقد شهدت تلك الفتره إنشاء سوق عمان المالي بموجب القانون رقم 31 لسنة 1976 ، وتم تشكيل لجنة إدارة السوق بقرار من مجلس الوزراء ، وصيغ هذا القانون على ضوء الخطة الخمسية التي دعت الى إنشاء سوق لرأس المال بمساعدة المؤسسات الدولية المتخصصة وذلك من أجل تحقيق أهداف السياسه النقدية والاقتصاد في المملكة ، وقد جاء هذا السوق نتيجة لما شهده الاقتصاد الوطني ومساهمة الشركات المساهمه العامة في تنمية المدخرات وتوجيهها لخدمة الاقتصاد الوطني .

وتم في هذا القانون تنظيم إصدار الأوراق الماليه وتداولها بما يكفل سلامة التعامل وحماية صغار المدخرين ، وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقه الماليه بناء على قاعدة العرض والطلب.

وبموجب هذا القانون رقم 31 لسنة 1976 فإن أهداف وغايات هذا السوق كانت تقوم على ما يلي:

1- تنمية الادخار عن طريق الاستثمار في الأوراق الماليه وتوجيه هذه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني

2- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق الماليه والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته ، وما يضمن مصلحة البلاد الماليه وحماية صغار المدخرين .

3- جمع الإحصائيات والمعلومات اللازمه لتحقيق الغايات المذكوره ونشرها(د: اسماعيل ابراهيم الطراد ود: جمعه محمود عباد التشريعات الماليه والمصرفيه من منظور مالي الطبعه الثالثه 2001 ص230).

وفي عام 1997 صدر قانون الأوراق المالية الذي ألغى قانون سوق المال الأردني وحل محله ، وفي عام 2002 ألغي قانون الأوراق المالية لسنة 1997 وحل محله قانون الأوراق المالية المؤقت لسنة 2002 ويعتبر هذا القانون من أهم التشريعات الاقتصاديه التي اتخذتها الحكومه الأردنية ، والذي يهدف الى إحداث نقله نوعيه في سوق المال الوطني ، ويهدف هذا القانون الى إعادة تنظيم سوق المال حسب المعايير الدولية والعالمية والعمل على زيادة الشفافية والإفصاح وتوفير الخدمات المالية تعزيزا لمبدأ حماية المستثمرين في الأوراق المالية (ارشيدات ممدوح، التشريعات المالية المصرفية في الاردن ص236).

وقد نص هذا القانون الى على إنشاء ثلاث مؤسسات مالية وهي :

1- هيئة الإوراق المالية.

2-بورصة عمان (سوق عمان المالي) .

3- مركز الإيداع للأوراق المالية.

وفي هذا القانون تم فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي ، بحيث تتولى هيئة الأوراق المالية دور مهمة الرقابه (مثل تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها ومراقبة اعمال الأشخاص المتعاملين بالأوراق المالية) والتشريع (إعداد مشروعات القوانين

والانظمة المتعلقة بالأوراق المالية) ، ويتولى مهمة الدور التنفيذي كل من بورصة عمان(بيع وشراء الأسهم)، ومركز الإيداع للأوراق المالية(تسجيل وايداع ونقل ملكية الاوراق المالية).

الا أن سوق عمان المالي يعتبر حديثا نسبيا ، مقارنة مع تعاظم قيمة الاستثمارات في الأسواق العالمية المالية التي عرفت الاستثمار المالي ، حيث يعود إنشاء سوق عمان المالي الى العقود الأربعة الماضية ، الا ان سوق عمان المالي في طريقه الى النمو ومواكبة الاسواق العالمية المالية خاصة وأن المشرع مهتم كثيراً في تشجيع الاستثمار في الأردن وذلك من خلال التطور التشريعي الذي أحدثه حماية للمستثمرين وتشجيع الاستثمار.

ب: الميل والرغبه لدى المستثمر للاستثمار في القيم المنقولة.

يمتاز الأردن بعوامل جذابه للاستثمار كانخفاض الضرائب قياسا بالدول الغربيه وتدني اجور الأيدي العاملة ، بالإضافه الى الامتيازات التي يحصل عليها المستثمر ووجود قوانين تشجع الاستثمار ، وقد قطع الأردن شوطاً كبيراً في مجال تهئية البيئة الاستثمارية المناسبة حيث تم إصدار العديد من التشريعات وقوانين الاستثمار ، بالإضافة الى تحرير العملة الوطنية بحيث اصبحت قابلة للتحويل بحرية كاملة ، فشهد سوق رأس المال نقلة نوعية في تنظيمه والإشراف على تطويره ، وقد صدر قانون الأوراق الماليه لسنة2002 الذي تم بموجبه فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي ، ويعتبر سوق الأوراق المالية في الأردن وعاء استثمارياً كبيراً ، فالأسهم التي تتداول في السوق هي ملك للمواطنين او للشركات الوطنيه فهي ثروه للفرد والمؤسسات.

وتدل المؤشرات الإحصائيه على نشاط سوق عمان المالي (بورصة عمان) وثقله في الاقتصاد الأردني وأهميته للمستثمر الأردني والأجنبي ، اذ بلغ حجم الرسمله فيه 5,036مليار دولار ما يمثل نسبة 65% من الدخل الإجمالي المحلي كما أن نسبة ملكية غير الأردنيين في مساهمة الشركات المدرجه في بورصة عمان تبلغ حوالي 42% وتقع غالبية الاستثمارات في البنوك والشركات الماليه ما نسبته 55,8% من إجمالي رأس مال الشركات المساهمه العامه.

(:د بسام الساكت، افاق الاستثمار الجديد في الاردن محاضره القيت في منتدى عبدالحميد شومان 2000/9/11 ص 26)

حتى الحكومات العربيه أسهمت في سوق عمان المالي وفي الشركات المساهمه العامه ، فالحكومه الكويتيه تساهم ما نسبته 160 مليون دينار ، والحكومه القطريه بنسبة 47 مليون دينار ، والحكومه السعوديه بنسبة 83 مليون دينار (:د بسام الساكت، افاق الاستثمار الجديد في الاردن محاضره القيت في منتدى عبدالحميد شومان 2000/9/11 ص 26)

ويدل الجدول التالي على الرغبه الحقيقيه في الاستثمار في الأردن كالاستثمار في الأوراق الماليه ويوضح أعداد المستثمرين في بورصة عمان

الجنسية	2003	2004	2005
الاردنيون	523735	453017	479479
عرب	25265	14928	516591
جنسيات اخرى	2578	1413	1968
المجموع	551178	469358	497874

لذلك يمكن القول بأن الرغبه في الادخار والاستثمار في القيم المنقوله للفرد المدخر متوافرة –وأن كانت هذه الأعداد ليست كبيره نسبيا– إنما تدل على وجود رغبة في الاستثمار الجماعي في القيم المنقولة بحيث تحقق عائداً مستقراُ وامناً للفرد المدخر ، الا أن الوعي الاستثماري في القيم المنقولة ما يزال ضعيفاً لعدم ثقة الراغبين في الاستثمار في القيم المنقولة.

ج :وجود التنظيم التشريعي لشركات الاستثمار في الأردن

على الرغم من وجود شركات مساهمة عامة في عقد الثلاثينيات ، الا أن أول قانون للشركات وجد عام1962 وبالرجوع الى قانون الشركات هذا وتعديلاته ، لم يجد الباحث اية نصوص تتعلق بشركات الاستثمار، والسبب في ذلك انه لم يكن للشركات المساهمه وجود الا بشكل قليل ، إضافة الى ذلك عدم وجود بورصه لتداول الأسهم ولم تكن فكرة الاستثمار في القيم المنقوله رائجه في ذلك الوقت.

الا أن أول تنظيم تشريعي لشركات الاستثمار كان قانون الشركات المؤقت لسنة 1989 في المواد 237و238و239و240، حيث عالج الباب التاسع موضوع شركات الاستثمار المشترك ، وعلى الرغم من وجود التنظيم التشريعي لشركات الاستثمار الا انه لم توجد شركات استثمار مشترك في ذلك الوقت والسبب كما يعود الى نقص وغموض الأحكام المنظمه لشركات الاستثمار المشترك ، وعدم صدور نظام يحدد تفاصيل تأسيسها وإدارتها والرقابه عليها لحماية الاقتصاد الوطني وحماية أموال المدخرين (سامي فوزي محمد ،القانون

التجاري ، الجزء الرابع ، الشركات ص 411) وقد نصت الماده /240 من القانون الاخير على تحديد الأحكام والشروط الخاصه بتنظيم شركة الاستثمار المشترك وأوجه توظيف الأموال والرقابة عليها بنظام يصدر بموجب أحكام هذا القانون .

إلا أن هذا النظام لم يصدر في تلك الفتره ، ويمكن القول بأن مجمل أسباب عدم ظهور شركات استثمار مشترك في ظل قانون عام 1989هو غموض الأحكام التي وردت في هذا القانون وعدم صدور النظام الذي يحدد تفاصيل تأسيس هذه الشركة وإدارتها والرقابة عليها.

لكن المشرع الأردني تدارك النقد الموجه إليه ، وقام بإحداث تعديلات على شركة الاستثمار المشترك في قانون الشركات رقم 22 لسنة 1997 وأوضح الأحكام المتعلقه بتأسيسها وإدارتها والرقابه عليها ووضع تعليمات تحدد تفاصيل تنظيمات الاستثمار المشترك لسنة 1999 الصادرة عن مجلس مفوضي هيئة الأوراق الماليه.

ويبدو أن الأحكام المنظمه لشركة الاستثمار المشترك تقترب كثيراً من أحكام شركة الاستثمار في فرنسا في قانون سنة 1988، ويرى الباحث ان أحكام شركة الاستثمار المشترك في قانون الشركات سنة 1997 جاءت منظمه لكافة الأحكام المتعلقه بهذه الشركه خاصة وأن المشرع قد نص على تطبيق الأحكام المتعلقة بشركة المساهمه العامه على شركة الاستثمار المشترك ما لم يرد به نص خاص.

وعلى الرغم من إحداث هذه التعديلات على أحكام هذه الشركه التي أصبحت تتوافق مع أحكام شركة الاستثمار في فرنسا ، ذات التجارب الكبيره في مجال الاستثمار في القيم المنقوله وأصبحت تتوافق مع متطلبات الاستثمار للمستثمرين ، ألا انه لم تؤسس شركة

استثمار مشترك بالمعنى الوارد في قانون الشركات حتـــى الان أي لحظـــة إعـــداد هـــذه الأطروحه 2010 (وذلك لدى قيام الباحث بزيارة دائرة مراقبة الشركات والطلب منهم بأسماء الشركات التي تعمل فـــي الاستثمار المشترك افاد موضفين هذه الدائرة بأنة لا يوجد اية شركة مسجلة تعمل بهذا المجال حتى الآن) ، وبالرغم مـــن وجود قانون يحكم عمل الأسواق الماليه ، الذي جاء ملبيا لرغبات ومتطلبات المـــستثمرين في القيم المنقوله ، والذي يهدف الى حماية المستثمرين في القيم المنقولة.

الفصل الثاني

النظام القانوني لشركة الاستثمار المشترك

اختلفت أحكام التشريعات الخاصة بشركة الاستثمار المشترك فيما يتعلق بشكلها وإجراءات تأسيسها ورأس مالها وكذلك الأوراق المالية التي تصدرها ، لذلك يدور البحث في هذا الفصل عن شكل شركة الاستثمار المشترك ، وإجراءات تأسيسها ورأسمالها والأوراق المالية التي تصدرها في كل من القانون الأردني والمصري .

والجدير بالذكر هنا ، إن المشرع الأردني أشار في المادة 209 من قانون الشركات لسنة1997 انه تطبق على شركة الاستثمار المشترك كافة أحكام هذا القانون بما يخص الشركة المساهمة العامة ، مع مراعاة الأحكام الخاصة التي وردت في نص هذه المادة209 والمادة210منه

المحور الأول

النظام القانوني لشركة الاستثمار في القانون المصري

أولا: شكل شركة الاستثمار وغاياتها في التشريع المصري

لم يضع المشرع المصري تنظيما خاصا لشركة الاستثمار المشترك ، وإنما حدد قانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992 الشركات التي تكون وتدير محافظ الأوراق المالية باعتبارها الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ، وهذه الشركات قد تقوم بعمل على نحو فردي بإبرام عقود مع العديد من العملاء لتكوين حوافظ خاصة لكل واحد منهم على حدة، وقد تقوم بالإدارة المشتركة لحافظة واحده لحساب المستثمرين ، وهذا ما يندرج تحت مسمى شركات الاستثمار المشترك .

ولذلك فأن هذه الشركة لا تخضع إلى تنظيم خاص ، وإنما تخضع إلى تلك القواعد التي تنظم محافظ الأوراق المالية ، سواء أكانت إدارة فرديه أم إدارة مشتركة الخاضعة إلى قانون سوق المال رقم 95 لسنة1992 ولائحته التنفيذية ، والذي يحتوي على قواعد تأسيس الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والترخيص لمزاولة نشاطها ، مع مراعاة تطبيق القواعد العامة في قانون شركات المساهمة العامة وشركة التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة رقم 159 لسنة 1981 فيما لم يرد بشأنه نص خاص في القانون رقم 92 لسنة 1992 (د عبدا لله نهال فتحي ، المرجع السابق ص 324)

وعليه سيكون هذا القانون موضع البحث من حيث ، شكل الشركة وإجراءات تأسيسها ورأسمالها مع تطبيق القواعد العامة لقانون الشركات لسنة 1981 ، فيما لم يرد بشأنه نص في قانون سوق المال ولائحته التنفيذية .

وبالرجوع إلى أحكام هذا القانون ، يجد الباحث أن الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية يجب أن تتخذ شكل الشركة المساهمة العامة أو شكل شركة التوصية بالأسهم ، استنادا إلى أحكام نص المادة /29 من قانون سوق المال ، إلا أن المشرع المصري لم يشترط أن تنشأ هذه الشركة من خلال اكتتاب عام (عبدالله،نهال فتحي،المرجع السابق ص340) حيث تقضي المادة/37 من الائحة التفيذية لقانون الشركات رقم/159 لسنة1981 بأنة يجوز أن يقتصر الاكتتاب في رأس مال شركات المساهمة او شركات التوصية بالأسهم على المؤسسين فقط ، او غيرهم من الأشخاص الذين لا يتوافر فيهم وصف الاكتتاب العام(القيلوبي ،سميحة ،المرجع السابق ص140) بخلاف المشرع الأردني الذي اشترط إنشاءها من خلال اكتتاب عام ، والذي يفسح المجال أمام جذب رؤوس الأموال من المستثمرين لتمكينها من البدء بعملها.

لذا يكون شكل هذه الشركة هو شركة مساهمة عامه أو توصية بالأسهم ، ويمنع على باقي الشركات الأخرى أن تزاول التعامل بالأوراق المالية، مع أن هناك رأيا يقول "انه كان على المشرع المصري إن يقصر هذا النشاط على الشركة المساهمة العامة فقط دون شركة التوصية بالأسهم (د القليوبي سميحة ، المرجع السابق ص 535)

كما نصت المادة /27 من قانون رقم 95 لسنة1992 قانون سوق رأس المال على انه "يقصد بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية تلك التي تباشر نشاطا أو أكثر من المجالات التالية :

1- ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية

2- الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أورقاً مالية أو في زيادة رأس أموالها

3- رأس مال المخاطر

4- المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية

5- تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار

6- السمسرة في الأوراق المالية

ويجوز لوزير الاقتصاد المصري أن يضيف بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال أنشطه أخرى تتصل في مجال الأوراق المالية

كما يوجب القانون المصري أن ينحصر غرض الشركة بمزاولة نشاط أو أكثر من الأنشطة المبينة في أعلاه ، وانه قد يمتد غرض الشركة إلى أكثر من غرض من هذه الأنشطة ،

وبالتمعن في هذه الأنشطة هناك من يرى (القليوبي سميحة المرجع السابق ص535) أنها تنحصر في كل ما يتعلق بالتعامل بالأوراق المالية ، وان قصد المشرع هو العمل على تنشيط وتشجيع وتنمية كل الأنشطة التي تتعلق بالأوراق المالية بيعا أو شراء بين الأفراد والمؤسسات ، وذلك لخلق سوق نشط للأوراق المالية.

كما يذهب هذا الرأي الى انه ، لكي تعد الشركة المساهمة من الشركات العاملة في الأوراق المالية وفقا لقانون سوق المال ، يجب أن يكون غرضها أحد الأنشطة المحددة على سبيل الحصر كما نصت عليه المادة 27 من هذا القانون ، وان النص الذي ورد في الفقرة الثانية من هذه المادة بأنه" يحق لوزير الاقتصاد المصري إضافة أي نشاط أخر بموافقة الهيئة العامة لسوق المال" يقتضي أن أي نشاط مضاف يجب أن يكون متصلا بمجال الأوراق المالية[(د . القليوبي سميحة ،المرجع السابق ص533).

وبالرجوع إلى قانون الاستثمار المصري لسنة 1997، يجد الباحث أن شكل هذه الشركات التي تنشأ وفقا لهذا القانون الأخير تكون على شكل شركة مساهمة عامة ، وحتى في ظل قانون تلقي الأموال لاستثمارها لعام 1988 تكون الشركة على شكل شركة مساهمه عامه ذات اكتتاب عام .

أما في فرنسا فقد نصت المادة /2 من قانون تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة لسنة 1988 على أن شكل الشركة هو مساهمة عامة ، باعتبارها الإدارة المثلى لجذب رؤوس الأموال الضخمة لإنجاز المشروعات الكبيرة وعاملا لجذب المدخرين في استثمار مغل للربح وتوفير الأمان القانوني.

(Al mahamat abdoul les societes d investissement a capital variable sicav- these paris 1979 page 33)

نقلا عن (عبدا لله نهال فتحي تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة ص)220.

– ثانيا: تأسيس الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية في مصر

وفقا للمادة /27 من قانون سوق المال رقم 92 لسنة 1992 يتم تقديم طلب تأسيس الشركة العاملة في مجال الأوراق المالية إلى الهيئة العامة لسوق المال المصري وتبين اللائحة التنفيذية ما يلي :–

1- إجراءات التأسيس :-

اشترط المشرع المصري لمزاولة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية نشاطها الحصول على ترخيص من الهيئة العامة لسوق المال وقيدها في السجل المعد لذلك ، بحيث يقدم طلب الترخيص مرفقا بالمستندات اللازمة التي تؤكد غرض الشركة بما يتوافق مع نص المادة/ 27 من قانون رقم 95 لسنة1992 قانون سوق رأس المال ، والهيئة العامة لسوق المال هي هيئة عامة تتولى تطبيق القانون رقم 95 لسنة1992 والقرارات الصادرة تنفيذاً لـه ، ولها ابرام التصرفات واتخاذ الاجراءات اللازمة تحقيق أغراضها ، وتشكل الهيئة بقرار من رئيسها لجنة تضم عناصر فنية وقانونية للنظر في تأسيس الشركة (عبدالله ،نهال فتحي ، المرجع السابق ص347).

وعلى الهيئة أن تصدر قرارها خلال ستين يوما على الأكثر، إذ اشترط المشرع صدور قرار من الهيئة و اعتبر عدم صدور قرار يعتبر الموافقة ضمناً على الترخيص (د القليوبي سميحة ، الشركات التجارية الجزء الثاني 1993 دار النهضة ص 534).

2- شروط منح الترخيص.

أشارت المادة / 29 من قانون سوق المال إلى الشروط الواجب توافرها لمنح الترخيص اللازم للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية على النحو التالي :

1- أن يكون طالب الترخيص شركه مساهمة عامة أو شركة توصية بالأسهم ، ويحظر على الشركات الأخرى أن تزاول عمل الأوراق المالية.

مع أن هناك رأياً يذهب إلى أنه ، كان على المشرع المصري أن يقصر هذا النشاط على الشركة المساهمة العامة فقط دون شركة التوصية بالأسهم ، وذلك لضعف الائتمان في الشركة المحدودة المسؤولية، بالإضافة إلى تجانس ذلك مع ما ينص عليه قانون الشركات المصري رقم

159 لسنة 1981بالمادة الخامسة منه ، والتي تحظر قيام هذا النوع من الشركات باستثمار الأموال لحساب الغير. (د القليوبي سميحة ، المرجع السابق ص 535)

ب- أن يقتصر نشاط الشركة طالبة الترخيص على نشاط واحد أو أكثر من الأنشطة المذكورة في المادة /27 من قانون سوق المال.

ج- أن لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن الحد الأدنى الذي تحدده اللائحة التنفيذية.

د- توافر الخبرة والكفاءة اللازمة لدى القائمين بإدارة الشركة وعضو المجلس المنتدب ، باستلزام ألا يقل عمل أي من هؤلاء في أعمال البورصة وأسواق المال عن خمس سنوات مع تخفيضها إلى أربع سنوات لمن يجتاز الدورات التدريبية بنجاح، أما بالنسبة لمديري الشركة فيتحقق شرط الخبرة بالعمل في هذه المجالات لمدة أربع سنوات مع تخفيضها إلى ثلاث سنوات في حالة النجاح بالدورات التدريبية ، كذلك العضو المنتخب من قبل الهيئة المعين في مجلس الإدارة أن يكون ذا خبره كافيه ، وان يجتاز اختبارا تحريريا في النواحي المالية والقانونية.

(د طاحون نصر علي، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية والمحافظ المالية دار النهضة العربية 2003 ص296).

هـ-على المؤسسين وأعضاء مجلس الإدارة أن يكونوا ذوي سمعة حسنة ، وعليهم تقديم ما يفيد ذلك بعدم صدور أحكام جنائية أو جنحويه في جرائم الشرف والأمانة ، أو الحكم باشهار الإفلاس.

و- ما يفيد تقديم تأمين عن المسؤولية عن الأضرار والخسائر التي قد تصيب العملاء بسبب خطأ الشركة أو خطأ مديري الشركة أو العاملين بها ، نتيجة فقد أو تلف وثائق العملاء ويحدد قيمته مجلس هيئة الأوراق المالية.

(أضيف هذا الشرط بناء على قرار من وزير الاقتصاد في القرار رقم 297 لسنة 1998 ، نقلا عن كتاب شرح أحكام قانون سوق المال الجزء الثاني ص1238 للدكتور شعبان احمد محمود والمستشار رجب عبدا لحكيم السيد الطبعة الأولى دار النهضة سنة 2004

3- وقف نشاط الشركة العاملة في مجال الأوراق المالية

لا يقتصر عمل مجلس إدارة الهيئة لسوق المال على إجراءات الترخيص والتأسيس فقط ، بـــل يمتد عملها طوال حياة الشركة ، حيث أجاز قانون سوق المال في المادة /30 للهيئة إصدار قرار بوقف الشركة عن مزاولة أعمالها في حالتين هما :-

1- مخالفة الشركة لأحكام قانون سوق المال أو مخالفة اللائحة التنفيذية أو قرارات مجلس هيئة الأوراق المالية لسوق المال الصادرة عنها .

2-إذا فقدت الشركة أياً من شروط الترخيص أو عدم استكمال الشروط المتعلقة بالترخيص ، ولم تقم بإزالة المخالفة خلال مدة يحددها مجلس إدارة هيئة سوق المال .

وقرار الوقف يصدر لمدة ثلاثين يوما ، ويحدد القرار بنفس الوقت ما يجب اتخاذه من إجراءات خلال مدة الوقف ويسلم قرار الوقف إلى الشركة ، ويعلن عنه في صحيفتين يوميتين وعلى نفقة الشركة ، وإذا انتهت المدة ولم تقم الشركة بإزالة أسباب الوقف عرض الأمر على مجلس إدارة هيئة سوق المال لإصدار قرارا بشطب وإلغاء الترخيص.

وقد منح المشرع الهيئة العامة لسوق المال سلطات في اتخاذ التدابير ضمن هــذه الــشركات وذلك وفقا لنص م/31 من قانون سوق المال وتتمثل في :-

- توجيه تنبيه للشركة .
- منع الشركة من مزاولة كل أو بعض الأنشطة المرخصة لها.
- مطالبة رئيس مجلس الإدارة بدعوة (مجلس الادارة) إلى الانعقاد والنظر في المخالفــات المنسوبة إلى الشركة واتخاذ الإجراءات اللازمة لإزالتها.

- حل مجلس الإدارة و تعيين مفوض لإدارة الشركة مؤقتا إلى حين تعيين مجلس إدارة جديد بالأداة القانونية المقررة.
- إلزام الشركة بزيادة قيمة التأمين المودع منها .
- تعيين عضو مراقب في مجلس إدارة الشركة و للمدة التي يحددها مجلس إدارة هيئة سوق المال ، بحيث يكون لهذا العضو الحق قي المشاركة في مناقشات المجلس و إبداء رأيه فيما يتخذ من قرارات دون الحق في التصويت .

ويعلق جانب من الفقه المصري(القليوبي سميحة، المرجع السابق ص539) على السلطات الممنوحة للهيئة العامة لسوق المال على أنها سلطات تعسفية و واسعة مبالغ فيها ، إلا انه يرى أن هذه السلطات وأن كانت استثنائية ألا أنها تراعي طبيعة نشاط هذه الشركة كونها تدير أموال المستثمرين ، وهذا ما يبرر الرقابة الفعالة في ظروف معينه ، مثل وجود خطر يهدد استقرار سوق رأس المال أو يهدد مصالح المساهمين ، وذلك لتجنب الإضرار بالمساهمين أو الإضرار بالغير، وكذلك لتجنب وقوع الهزات التي تؤثر على الاقتصاد الوطني ، هذا ويؤكد هذا الجانب بالقول إن هذه السلطات الواسعة الممنوحة للهيئة العامة لسوق المال هي رد فعل للتجربة القاسية التي مرت بها مصر التي خلفتها شركات توظيف الأموال خلال الفترة السابقة على إصدار هذا القانون (د القيلوبي سميحة ،المرجع السابق ص 539) .

- **قرار الترخيص والتظلم منه**

على الهيئة أن تصدر قرارها خلال ستين يوما على الأكثر، إذ اشترط المشرع صدور قرار من الهيئة ، واعتبر عدم صدور قرارخلال هذه المدة بمثابة قبول للشركة بمزاولة النشاط (د القليوبي سميحة ، الشركات التجارية الجزء الثاني 1993 دار النهضة ص 534).

كما أوجبت المادة /32 من قانون سوق المال بأن يكون التظلم من قرارات الهيئة العامة لسوق المال إلى هيئة التظلمات وذلك خلال مدة خمسة عشر يوما من تاريخ إبلاغ صاحب الشأن بالقرار أو تاريخ علمه به .

وتتشكل لجنة التظلمات هذه بقرار من وزير الاقتصاد المصري ، يرأسها أحد نواب رئيس مجلس الدولة وعضوان إثنان من مستشاري مجلس الدولة يختارهم المجلس ، وأحد شاغلي وظائف الإدارة العليا في الهيئة يختاره رئيسها وآخر من ذوي الخبرة يختاره الوزير.

وتكون قرارات اللجنة في البت في التظلم نهائية ونافذة ولا تقبل الدعوى بطلب إلغاء تلك القرارات قبل التظلم منها ، أي انه يجوز الطعن في القرارات الصادرة عن الهيئة العامة لسوق المال أمام القضاء وذلك بعد اللجوء إلى لجنة التظلمات ، وعلى الرغم من أن هذه القرارات الصادرة عن لجنة التظلمات نهائية ونافذة ، ويشترط لقبول الدعوى لإلغاء القرار المطعون أن يسبقه إتباع الإجراءات الخاصة بالتظلم أمام لجنة التظلمات في المواعيد المحددة لهذا النظام

(د. القيلوبي سميحة ، المرجع السابق ص 540)

وفي إطار سلطات الهيئة العامة لسوق المال في الرقابة على أعمال الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ، نصت م /32 من قانون سوق المال على انه "يمنع على هذه الشركات وقف نشاطها أو تصفية أعمالها إلا بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال ،وهناك من يرى تعليقا على هذا النص(د. القليوبي سميحة ، المرجع السابق ص 541). انه يعد خروجا على القواعد العامة في حرية الشركة في اتخاذ ما تراه من قرارات تتعلق بوقف نشاطها أو الاستمرار فيها ، ولكن المشرع المصري يرى أن هناك هدفا أولى بالاعتبار وهو تفادي وقوع هزات في سوق الأوراق المالية ، وعدم تعريض أموال المساهمين في هذه الشركات للضرر.

ثالثا : رأس مال الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية في مصر

حدد المشرع المصري حدا أدنى لرأس المال اللازم لإنشاء هذه الشركات ، حيث أشارت المادة /125 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال على أن لا يقل رأس مال هذه الشركات عن ثلاثة ملايين جنيه مصري وان لا يقل المدفوع منها عن النصف ، في حين حدد الحد الأدنى لرأس مال الشركات المساهمة ذات الاكتتاب المغلق ب 250 ألف جنيه، أما رأس مال شركات التوصية بالأسهم التي يتم تأسيسها بالاكتتاب العام فهو مليون جنيه ، ويجوز للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية أن يكون لها رأس مال مصدر يحدد في النظام الأساسي للشركة (د.القليوبي سميحة ، المرجع السابق ص 541)

ونصت المادة /32 من القانون المعدل بالقانون رقم3 لسنة1988 لقانون الشركات ، على انه يجوز أن يحدد نظام الشركة رأس مال مرخص به على أن لا يزيد على عشرة أمثال رأس المال المصدر.

وهكذا فان القانون المعدل يجيز لمجلس إدارة الشركة أن يزيد رأس مال المصدر، دون اللجوء إلى الجمعية العامة غير العادية ، ولكن شريطة أن لا يزيد على عشرة أمثال رأس المال المصدر.

أما في مجال تخفيض الشركة رأس مالها فلا بد من صدور قرار من الجمعية غير العادية.

ويترتب على ذلك ، أن القانون المصري لا يعرف في الشركات التي تتكون وتدير حوافظ الأوراق المالية النظام المفتوح ، من حيث جواز انضمام مساهمين أو خروج مساهمين في أي وقت أثناء فترة حياة الشركة ، بعكس شركات الاستثمار المشترك في القانون الأردني ، حيث يجوز للشركة إصدار أسهم جديدة أثناء فترة حياتها دون اللجوء إلى الجمعية العامة غير العادية ، ودون تعديل أنظمة الشركة.

وعليه فإن المدخر المصري الذي يرغب في شراء أسهم شركات استثمار مصرية لا يمكنه ذلك إلا من خلال الاكتتاب العام بعد تأسيس الشركة ، أو في حالة زيادة الشركة عدد أسهمها عن طريق الاكتتاب العام ، وفيما عدا ذلك لا يمكن للمدخر المصري شراء أسهم هذه الشركات إلا من خلال سوق الأوراق المالية وشراء الأسهم التي يرغب في اقتنائها ، وكذلك فان المساهم الذي يرغب في بيع أسهمه في هذه الشركات لا يمكنه ذلك من خلال الشركة ، بل يجب عليه أن يذهب إلى سوق الأوراق المالية ، ويعرض أسهمه تبعا لقاعدة العرض والطلب والتي غالباً ما تكون قيمة هذه الأسهم بموجبها أقل من قيمتها الحقيقية، خلافاً للحال في الشركات ذات رأس المال المتغير حيث بإمكان المساهم إذا ما رغب في بيع أسهمه أن يتوجه إلى الشركة طالبا منها شراء الأسهم ، وفي هذه الحالة يحصل على قيمة الأسهم الحقيقية أو القريبة منها ، ولا يتحمل ما يتكبده المساهم في الشركة ذات رأس المال الثابت من خفض قيمة استثماره نتيجة مروره بالسوق المالي لبيع أسهمه تبعا للعرض والطلب (عبدالله نهال فتحي ،المرجع السابق ص345)

مبدأ تقسيم المخاطر ومدى تطبيقه في قانون سوق المال:

باستعراض أحكام قانون سوق المال لسنة 1992 ولائحته التنفيذية ، يجد الباحث أن هذا القانون يخلو من قواعد تقسيم المخاطر ومن فرض حدود قصوى للاستثمار في النوع الواحد من الأوراق المالية ، مثلما يخلو من الأحكام التي تهدف إلى الابتعاد عن عمليات المضاربة والسيطرة والتمويل .

ويؤكد أحد الشراح على هذا القول (عبدا لله نهال فتحي، المرجع السابق ص362) بأن المشرع قد أشار في هذا القانون فيما يتعلق بصناديق الاستثمار إلى مبدأ تقسيم المخاطر ، وإن هذه المبادئ لا تمتد إلى شركات الاستثمار المصرية ،وان نص اللائحة التنفيذية جاء حكمه قاصرا على استثمارات صندوق الاستثمار ، ومن ثم لا يمتد ليشمل الاستثمار الخاص بالشركات .

المحور الثاني

النظام القانوني لشركات الاستثمار المشترك في القانون الأردني

أولا: شكل شركة الاستثمار المشترك وغاياتها .

أوجب قانون الشركات الأردني أن تتخذ شركة الاستثمار المشترك شكل الشركة المساهمة العامة وهذا ما أكدته المادة 209 الفقرة (ا) حيث نصت على ضرورة تسجيل شركة الاستثمار المشترك كشركة مساهمه عامه لدى مراقب الشركات في سجل منفصل .

ومما دعا المشرع إلى وجوب اتخاذ شركة الاستثمار المشترك شكل الشركة المساهمة العامة إمكانات الشركة المساهمة الفنية والمالية التي تمتاز بها عن غيرها من الشركات والتي تمكنها من تحقيق أهدافها ، بالإضافة إلى الرقابة الجدية التي تمارسها الجهات الحكومية المختصة على نشاط الشركة من أجل ضمان سلامة نشاطها وجديتها .

والهدف من هذه الرقابة هو حماية المستثمر في الأوراق المالية وذلك عن طريق تنظيم سوق الأوراق المالية وتطويره ، بما يكفل الكفاءة والعدالة لحماية سوق المال من المخاطر التي قد يتعرض لها ، وذلك بتنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية التي تسعى هيئة الأوراق المالية إلى تحقيق أهدافها (العكيلي عزيز ، المرجع السابق ص 428).

ويتفق المشرع الأردني مع المشرع الفرنسي في هذا الاتجاه الذي أكد في قانون تنظيمات الاستثمار المشترك لسنة 1988 الفرنسي على وجوب اتخاذ شركة الاستثمار المشترك شكل الشركة المساهمة العامة ، في حين كان الأمر في قانون الشركات الاردني المؤقت لسنة 1989 يجيز اتخاذ شركة الاستثمار المشترك شكل شركة مساهمة عامة أو شكل شركة توصية بالأسهم(سامي محمد فوزي، القانون التجاري ص407سنة 1997 وبالمعنى نفسه د كوماني لطيف جبر الوجيز في شرح قانون

الشركات الأردني ص176) وحسنا فعل المشرع الأردني عندما حصر شكل هـذه الـشركة بالـشركة المساهمة العامة في تعديله سنة 1997.

أما بالنسبة لغايات شركة الاستثمار المشترك ، فإن الغرض الوحيد لهذه الشركة هـو اسـتثمار أموالها وأموال الغير في الأوراق المالية على اختلاف أنواعها بتكوين وإدارة حافظة قيم منقولة واقتسام ما ينشأ عنها من أرباح كما نصت عليه المادة / 209 الفقرة (أ) من قانون الـشركات الأردني، كذلك أشارت المادة(6) من تعليمات الاستثمار المشترك رقم 2 لسنة 1999 إلى انـه تقتصر غايات الشركة على استثمار أموالها وأموال الغير في الأوراق المالية علـى اخـتلاف أنواعها ، وبالتالي يحظر على هذه الشركة القيام بأعمال المضاربة أو التمويل أو الاشتراك في شركات صناعية أو تجارية، وحسنا فعل المشرع الأردني بحصره غرض الـشركة باسـتثمار أموالها وأموال الغير في الأوراق المالية على اختلاف أنواعها وتنظيم أعمالهـا وفـق قـانون الأوراق المالية ، الذي يعد من الضمانات الهامة التي توفرهـا شـركة الاسـتثمار المـشترك للمستثمرين ، حتى لا يختلط بها عمل الشركات المشابهة لها من حيث التعامل قي القيم المنقولة وحتى تتقيد الشركة بهذا الغرض الوحيد .

ثانيا: تأسيس شركة الاستثمار المشترك:

أوجبت الفقرة /ب من المادة /209 من قانون الشركات أن تطبق على شركة الاستثمار المشترك كافة الأحكام التي تطبق على الشركة المساهمة العامة على أن تراعى الأحكام الخاصـة التـي تضمنتها هذه الفقرة ، وعليه فإن تأسيس شركة الاستثمار المشترك يتم وفقا للأسس والقواعد في تأسيس الشركة المساهمة العامة مع مراعاة ما فرضه المشرع من أحكام خاصة بهذه الشركة في كل من قانون الشركات وقانون الأوراق المالية تعليمات الاستثمار المـشترك ، ومـن الجـدير

بالذكر أن مشروع قانون الشركات الجديد الصادر عن وزارة الصناعة والتجارة لم يجر على شركة الاستثمار المشترك أي تعديل وأبقى على النص كما هو في قانون الشركات الحالي .

وتمر إجراءات التأسيس بثلاث مراحل وهي:

1- المرحلة الأولى : مرحلة تحرير عقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة وانتخاب لجنة المؤسسين بالاضافه إلى تقديم الطلب إلى مراقب الشركات .

2- المرحلة الثانية : مرحلة طرح الأسهم للاكتتاب العام .

3-المرحلة الثالثة : الدعوة إلى اجتماع الهيئة العامة الأولى وانتخاب مجلس الادارة الأول للشركة.

وبما أن المرحلة الثانية والثالثة هي نفس المراحل التي تمر بها أي شركة مساهمة عامة فأن الباحث لن يتطرق إلى هذه المراحل ويكتفي بالمرحلة الأولى فقط .

مرحلة تحرير عقد تأسيس شركة الاستثمار المشترك ونظامها الأساسي :

تبدأ هذه المرحلة بإبرام عقد التأسيس من قبل المؤسسيين الذين يتعهدون بمقتضى هذا العقد بالقيام بجميع الإجراءات اللازمة لتأسيس الشركة ، علما أن المادة /92 من قانون الشركات تنص على وجوب تضمين عقد التأسيس هذا البيانات التالية :

1- اسم الشركة .
2- مركز الشركة .
3- غايات الشركة .
4- أسماء مؤسسي الشركة وجنسياتهم وعناوينهم للتبليغ وعدد الأسهم المكتتب بها .
5- رأس مال الشركة المصرح به والمكتتب به.
6- بيان بالمقدمات العينية في الشركة إن وجدت.

7- فيما إذا كان للمساهمين وحاملي اسناد القرض القابلة للتحويل حق أولوية في الاكتتاب في أية إصدارات جديدة للشركة .

8- كيفية إدارة الشركة والمفوض بالتوقيع في الفترة مابين تأسيس الشركة واجتماع الهيئة العامة الأول الذي يجب أن يعقد خلال ستين يوما من تاريخ تأسيس الشركة.

9- تحديد أسلوب وشكل وطريقة دعوة مجلس الإدارة إلى اجتماع .

وعلية يجب أن يشتمل عقد التأسيس على جميع البيانات التفصيلية التي يتفق عليها المؤسسون لإدارة الشركة وعلى نشاط الشركة ويرفق مع عقد التأسيس النظام الأساسي ، وقد أجاز مجلس الوزراء إصدار نموذج لعقد التأسيس والوثائق المرفقة معه ، وعقد التأسيس يجب أن يوقع أمام مراقب الشركات أو من يفوضه خطيا ويجوز التوقيع أمام الكاتب العدل أو احد المحامين المجازين.

بالإضافة إلى هذه البنود استلزمت المادة / 209 الفقرة (أ)وجوب تضمين عقد التأسيس والنظام الأساسي لشركة الاستثمار المشترك اسم مستشار استثماري مرخص له حسب القوانين للقيام بإدارة الشركة .

كذلك حددت المادة الثالثة عشرة من تعليمات الاستثمار المشترك البيانات التي يجب أن يشتمل عليها النظام الأساسي لشركة الاستثمار المشترك ، حيث أشارت إلى أنه مع مراعاة ما ورد في قانون الشركات المعمول به يجب أن يتضمن النظام الأساسي للشركة ما يلي :

1-السياسة الاستثمارية للشركة محددة بدقه ووضوح .

2-اسم كل من المستشار الاستثماري المرخص له كمدير استثمار وأمين استثمار عند الشروع في العمل ورقم وتاريخ تسجيلهما عند الهيئة ونبذه تعريفية عن كل منهما وكافة الأتعاب والأجور والعمولات التي سيتقاضاها كل منهما وأسس حسابها ومواعيد استحقاقها.

3-سياسة توزيع الأرباح .

4-أسس حساب قيمة صافي موجودات الشركة.

5-مواعيد الإعلان عن قيمة أسهم الشركة ذات رأس المال المتغير على ان لا تقل عن مرتين في الشهر.

6-طريقة حساب سعر شراء وسعر إطفاء أسهم الشركة ذات رأس المال المتغير .

7-المواعيد الدورية وإجراءات إصدار وإطفاء أسهم الشركة ذات رأس المال المتغير .

8-حالات التصفية الاختيارية للشركة وإجراءاتها .

9- أسس ومعايير تنويع الاستثمارات .

10-سياسة وأسلوب إدارة الشركة واتخاذ القرارات.

11-حقوق مساهمي الشركة بشكل واضح ودقيق .

12-طبيعة ودورية المعلومات الواجب على الشركة الإعلان عنها وتزويد مساهمي الشركة بها.

13- الأحكام والإجراءات المتعلقة لتعديل كل من عقد التأسيس والنظام الأساسي .

14- الحالات التي توجب دعوة الهيئة العامة إلى الانعقاد وصلاحيات الهيئة العامة في اجتماعاتها العادية وغير العادية .

وقد جاء في الأسباب الموجبة لتعديل قانون الشركات التي وضعتها وزارة الصناعة والتجارة قولها يجب ذكر اسم المستشار الاستثماري إذ إن المساهم سيسهم في الشركة بناء على شخص هذا المستشار (د .سامي فوزي محمد ،المرجع السابق ص 579 بالهامش).

المستشار الاستثماري:

هناك رأي في الفقه بأن المشرع الأردني لم يعرف المستشار الاستثماري (سامي فوزي محمد ، المرجع السابق ص579) في حين أن هناك رأياً خلاف ذلك (د العكيلي عزيز ، المرجع السابق ص429) بأن قانون الأوراق المالية لسنة1997 الملغى وكذلك تعليمات الاستثمار المشترك لسنة 1999 و قانون الأوراق المالية لسنة2002 قد حددت صفة المستشار الاستثماري والجهة التي تمنح له الترخيص لحمل هذه الصفة .

ذلك أن قانون الأوراق المالية الملغى لسنة 1997 قد عرف مدير الاستثمار، كما نصت المادة الثانية منة بقولها" مدير الاستثمار هو الشركة المرخص لها ممارسة إدارة الاستثمار"، وكذلك تعليمات الاستثمار المشترك في المادة /13الفقرة /ب التي تقرر أن المستشار الاستثماري هو المرخص له كمدير استثمار ، إضافة إلى أن المادة /35 من القانون الملغى قد حددت صلاحيات ومهام شركة الخدمات المالية، وهي الشركة المرخص لها من قبل هيئة الأوراق المالية للقيام بأي من الأعمال التالية :-

1-أمانة الاستثمار.

2-إدارة الاستثمار .

3-الوساطة المالية .

4-المودع لدية .

5-إدارة الإصدارات الأولية.

6-أية أعمال أخرى يقرها المجلس .

ولا يجوز لغير شركات الخدمات المالية المرخصة ممارسة أي عمل من تلك الأعمال السابقة ، ولا يجوز لها ممارسة أي من تلك الأعمال ألا من خلال معتمدي المهن المرخص لهم ممارسة مثل تلك الأعمال.

كما عرفت المادة / 3 من القانون ذاته معتمدي المهن لغايات هذا القانون بكونهم الأشخاص الطبيعيين المرخص لهم من قبل الهيئة بممارسة عمل أو أكثر من تلك الإعمال الواردة في المادة /35 ويمنع على أي شخص طبيعي ممارسة تلك الأعمال إلا بموجب ترخيص مسبق صادر عن الهيئة ومن خلال شركات الخدمات المالية .

كذلك حدد قانون الأوراق المالية رقم/76 لسنة 2002 من تنطبق علية صفة المستشار الاستثماري (مدير الاستثمار) والجهة التي تمنحه ترخيصا لهذه الصفة.

فالمادة الثانية من هذا القانون عرفت مدير الاستثمار بأنه الشخص الذي يمارس إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير بما في ذلك إدارة صندوق الاستثمار المشترك، كما حددت المادة نفسها شركة الخدمات المالية بقولها الشخص الاعتباري الذي يمارس عملا أو أكثر من أعمال الوسيط المالي أو الوسيط لحسابه أو أمين الاستثمار أو مدير الاستثمار أو المستشار المالي أو مدير الإصدار أو أي نشاط آخر تحدده الهيئة بموجب هذا القانون والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه .

وكذلك حددت المادة / 48 من هذا القانون الجهة التي يقدم إليها طلب الحصول على ترخيص لمزاولة مهنة مدير الاستثمار (المستشار الاستثماري) وهو مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.
كما حددت المادة /13 من تعليمات الاستثمار المشترك الفقرة /ب بأن المستشار الاستثماري هو مدير الاستثمار بقولها "اسم كل من المستشار الاستثماري المرخص كمدير استثمار وأمين استثمار ......".

من خلال التعريف السابق لمدير الاستثمار يتبين ان المهمة الرئيسة لمدير الاستثمار هـــي إدارة محافظ الأوراق المالية لشركة الاستثمار المشترك إدارة استثمارية وفق الــسياسة الاســتثمارية للشركة المتفق عليها في بنود الاتفاقية اتفاقية ادارة الاستثمار) المبرمة بـــين مـــدير الاســتثمار وشركة الاستثمار المشترك.

وظائف ومهام مدير الاستثمار (المستشار الاستثماري)

نصت تعليمات الاستثمار المشترك لسنة 1999 على المهام والوظائف الواجـــب علـــى مـــدير الاستثمار (المستشار الاستثماري) القيام بها وهي:

1- إعداد نشرة الإصدار وتسجيلها لدى الهيئة.

2- اتخاذ القرارات بشأن تنفيذ أي استثمار ضمن السياسة الاستثمارية.

3- تقديم التقارير والبيانات المحاسبية إلى أمين الاستثمار لاتخاذ الإجراءات المناسبة بشأنها .

4- إعداد حساب قيمة صافي الموجودات .

5- إعداد البيانات المالية الدورية على أن يصادق عليها أمين الاستثمار ، وتزويد الهيئـــة بهـــا والإعلان عنها وفقا لأحكام تعليمات الإفصاح المعمول بها .

6- الإعلان والتصريح عن الأمور الجوهرية أو الأحداث الهامة التي يكون لها تأثير على أرباح الشركة ومركزها المالي فور حدوثها وتزويد الهيئة بتقرير واف.

7- مسك السجلات المحاسبية الضرورية لكل مشروع استثماري يديره وفقا للأحكام والمعـــايير المحاسبية المعتمدة .

كذلك نصت تعليمات الاستثمار المشترك على الأعمـــال المحظـــورة علـــى مـــدير الاســتثمار (المستشار الاستثماري)والتي يجب الامتناع عن القيام بها وهي :

1- لا يجوز أن يكون هنالك مصلحه مباشرة أو غير مباشرة لمدير الاستثمار (المستشار الاستثماري) في أي تعامل يقوم به لصالح الشركة بما في ذلك :

أ- الاستثمار في الأوراق المالية الصادرة عنه أو عن الشركات التابعة أو الحليفة أو أي أوراق ماليه تعهد بتغطيتها

ب- البيع أو الشراء لصالح الشركة أو من خلال شركات الوساطة التابعة له

ج- استيفاء مبالغ أو رسوم خلافا لما نص عليه نظام الشركة.

د- أن يكون طرفاً في أي تعامل بالأوراق المالية يتم لصالح المشروع.

2-لا يجوز لأي شخص ممارسة أعمال إدارة الاستثمار وأمانة الاستثمار لنفس المشروع في نفس الوقت ، كما نصت تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005 في المادة /26منها على أعمال مدير الاستثمار وهي إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير وفقاً لاتفاقية إدارة الاستثمار مع بذل عناية المهني الحريص اللازمة لذلك.

يتضح مما سبق أن عمل مدير الاستثمار (المستشار الاستثماري)هو إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير بما في ذلك إدارة صندوق الاستثمار المشترك لذلك، فإن مدير الاستثمار هو شخص متخصص ذو خبرة مهنية تعهد إليه إدارة محافظ الأوراق المالية نيابة عن العملاء وتكون له الإدارة الكاملة في إدارة محافظ الأوراق المالية ، ويقصد بها الإدارة الفنية المتخصصة لمحافظ الأوراق المالية التي تشمل وضع الإستراتيجية اللازمة لتنفيذ السياسة الاستثمارية للعميل المتعلقة بالبيع والشراء في سوق الأوراق المالية. (د قرمان عبد الرحمن السيد المركز القانوني لمدير الاستثمار دار النهضة العربية 1999 ص 77).

أمين الاستثمار:-

عرفت المادة/2 من قانون الاوراق المالية رقم /76 لسنة2002 إمين الاستثمار:بأنـــه الـــشخص الاعتباري الذي يمارس متابعة إدارة الاستثمارات ومراقبتها للتأكـــد مـــن مطابقتهـــا للأســـس والاهداف الاستثمارية للعميل المنصوص عليها في اتفاقية الاســـتثمار بـــين العميـــل ومـــدير الاستثمار.

وعرفت تعليمات الاستثمار المشترك رقم /2 لسنة 1999 في المادة/2 أمين الاستثمار بأنه شركة الخدمات المالية المرخص لها ممارسة أعمال أمانة الاستثمار وفقاً للقانون.

يتضح من النصين السابقين أن عمل أمين الاستثمار هو عمل رقابي ، من خلال قيامة بمتابعـــة إدارة الاستثمار للعميل (شركة الاستثمار المشترك) وتقييمها للتحقق مـــن أن جميـــع العمليـــات الاستثمارية التي يجريها مدير الاستثمار تتفق مع الاسس والأهداف الاستثمارية للعميل (شـــركة الاستثمار المشترك) ، وإن هذه العمليات تمت وفق أحكام قـــانون الأوراق الماليـــة وتعليمـــات الاستثمار المشترك ، (الشريده ،توجان فيصل،2004. النظام القانوني لعمل شركات الوساطة المالية في سوق الاوراق المالية الاردني ، رسالة دكتوراه جامعة عمان العربية ص112) ، ويرى أحد الشراح أن الأعمال التي يقوم بها أمـــين الاستثمار هي بأعتباره وكيلا (نائب اتفاقي) وانه يقوم بالتوقيع عن عميله بموجـــب الاتفاقيـــة المبرمة بينهما بدليل نص المادة /23 من تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005 (ارشيدات ،ممدوح ،2006 تداول الاوراق المالية في القانون الاردني ص82 بحث مقدم لنقابة المحامين النظاميين)

هذا وقد اشترط المشرع الأردني أن يكون أمين الاستثمار – والذي أناط به مهمة مراقبة ومتابعة إدارة استثمارات الشركة من قبل مدير الاستثمار – أن يكون شخصا اعتباريا ، أي شركة تتخذ شكل شركة مساهمة عامة او مساهمة خاصة او ذات مسؤولية محدودة ، وهذا ما أكدتة المـــادة

/4 الفقرة /أ بالاشارة الى المادة /3 الفقرة/أ من تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005 .

حيث نصت المادة /4/أ من التعليمات "يشترط لمنح ترخيص أي من الأعمال الواردة في المادة/3/أ أن يكون طالب الترخيص بنكا او شركة مساهمة عامة او مساهمة خاصة او مسؤولية محدودة" ، ونصت المادة /3/أ من التعليمات " يحظر على أي شخص اعتباري ممارسة عمل من الأعمال التالية الا بعد الحصول على ترخيص من المجلس البند/2 أمانة الاستثمار.

وظائف ومهام أمين الاستثمار:

أوضحت تعليمات الاستثمار المشترك الأعمال والمهام الموكلة الى أمين الاستثمار وهي :

1- الحفظ الأمين للموجودات.

2- إصدار وتحديد سعر الأسهم حسب واقع الحال.

3- حساب قيمة صافي الموجودات وقيمة أسهم شركة الاستثمار المشترك بالتعاون مع مدير الاستثمار.

4- إطفاء وتحديد سعر الاطفاء لأسهم شركة الاستثمار المشتركذات رأس المال المتغير.

5- توزيع الأرباح

6- الإشراف على إدارة استثمارات شركة الاستثمار المشترك والتأكد من تطبيق الأنظمة والقرارات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية بما يحقق مصلحة المستثمرين(كذلك اشارت تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة2005 الى هذه المهمة في المادة /23).

7- الأطلاع على ملفات وسجلات مدير الاستثمار الخاصة بشركة الاستثمار المشترك وطلب أية معلومات منه.

8- تزويد الهيئة بتقارير دورية عن نشاط شركة الاستثمار المشترك وإعلام الهيئة عن أي مخالفة يرتكبها فور علمه بها ، والطلب من مدير الاستثمار بتصويب المخالفة فوراً ، واذا لم يستجب للطلب يتحمل مدير الاستثمار تبعة ذلك. (كذلك اشارت تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة2005 الى هذه المهمة في المادة /24).

9- على أمين الاستثمار مراجعة التقارير المعدة من قبل مدير الاستثمار وابداء رأيه فيها ، وتزويد شركة الاستثمار المشترك بهذا الرأي مرة كل ثلاثة أشهر على الأقل.

10- مسك سجلات محاسبية الضرورية لممارسة أعمالة الخاصة بشركة الاستثمار المشترك التي يديرها او يشرف عليها بصورة صحيحة ومنظمة وفقاً للمعايير المحاسبية المعتدة .

العمليات التي يجب على أمين الاستثمار الامتناع عن القيام بها

كذلك نصت تعليمات الاستثمار المشترك رقم /2 لسنة1999 على الأعمال التي يجب على أمين الاستثمار الامتناع القيام بها وهي:

1- يحظر على أمين الاستثمار لشركة الاستثمار المشترك أن يكون مالكا لأي من أسهم الشركة أو أن يكون طرفاً في أي تعامل بأوراق مالية تجري لصالح الشركة (المادة /29 من تعليمات الاستثمار المشترك رقم /2 لسنة 2002).

2- لا يجوز لأي شخص ممارسة أعمال مدير الاستثمار وأمين الاستثمار لنفس الشركة (المادة /31 من تعليمات الاستثمار المشترك رقم /2 لسنة 1999، وكذلك المادة /25 والمادة /103 الفقرة /ج من قانون الاوراق المالية رقم /76 لسنة2002 ، وكذلك المادة /32 من تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005).

يتضح مما سبق أن المشرع الأردني قد أوكل إلى أمين الاستثمار في شركة الاستثمار المشترك مهمة مراقبة ومتابعة إدارة استثمارات الشركة من قبل مدير الاستثمار ، وأن يكون حريصا على مصلحة الشركة ، ويتوجب عليه إعلام هيئة الأوراق المالية والشركة عن أية مخالفة يرتكبها

مدير الاستثمار فور علمه بها ، كما ألزم أمين الاستثمار تزويد الهيئة بتقارير دورية عن نشاطات الشركة وتفصيلات شاملة للعمليات التي أجريت فيما يتعلق بالاستثمارات التي يقوم بمتابعتها ، وكذلك توزيع الأرباح على المساهمين، ونظراً للدور الرقابي الذي يقوم به أمين الاستثمار ، وتوخياً لمصلحة المستثمرين حظر المشرع الأردني الجمع بين عمل مدير الاستثمار وأمين الاستثمار لشركة استثمار مشترك واحدة.

تقديم طلب التأسيس:

يقدم طلب التأسيس إلى مراقب الشركات على النموذج المعد لذلك مرفقا به ما يلي :

1-عقد التأسيس.

2-النظام الأساسي .

3-أسماء مؤسسي الشركة.

4-محضر اجتماع المؤسسين المتضمن انتخاب لجنة المؤسسين التي تتولى الإشراف على التأسيس وتحديد صلاحية التوقيع خلال مرحلة التأسيس .

5-اسم مدقق الحسابات الذي اختاره المؤسسون خلال مرحلة التأسيس .

وبعد قيد الطلب في سجل خاص ومنفصل لدى مراقب الشركات و ذكر تاريخ تقديمه يلاحظ أن المادة /6 الفقرة /ب من تعليمات الاستثمار المشترك أشارت إلى انه تسجل هذه الشركة لدى مراقب الشركات ، و يجب على مراقب الشركات دراسة الطلب وذلك خلال ثلاثين يوما من تاريخ تقديم الطلب وبعد التأكد أن الطلب غير مخالف للنظام العام والآداب العامة ، والتأكد من الجدوى الاقتصادية لمشروع الشركة ومدى أهمية للاقتصاد الوطني ، يرفع مراقب الشركات رأيه إلى وزير الصناعة والتجارة مع التنسيب بالموافقة أو رفض تسجيل الشركة.

وقد أكدت المادة / 94 من قانون الشركات أن على الوزير وخلال ثلاثين يوما أن يبدي رأيه بإصدار قرار على ضوء توصيات مراقب الشركات إما بالموافقة أو بالرفض ، ويحق للمؤسسين أن يطعنوا بقرار الوزير لدى محكمة العدل العليا إذا كان القرار برفض تسجيل الشركة ، وذلك خلال ثلاثين يوما من صدور القرار من الوزير .

أما إذا لم يصدر قرار من الوزير سواء بالموافقة أو بالرفض ومضت مدة الثلاثين يوما فيعتبر حينئذ الطلب مقبولا حكما ، ويتعين على مراقب الشركات اتخاذ ما يلزم من إجراءات لتسجيل الشركة وتكتسب الشركة اعتبارا من هذا التاريخ الشخصية المعنوية .

وبالرجوع إلى أحكام قانون الأوراق المالية وتعليمات الاستثمار المشترك ، لم يلحظ الباحث ما يشير إلى ضرورة تقديم طلب تسجيل شركة الاستثمار المشترك إلى هيئة الأوراق المالية ، إلا أن نص المادة /19 من تعليمات الاستثمار المشترك تنص على انه " يحظر على المشروع أن يمارس أعماله إلا بعد الحصول على كتاب خطي من الهيئة يتضمن السماح له بالشروع في العمل ".

وبالرجوع إلى المادة /3 من تعليمات الاستثمار المشترك ، يجد الباحث أن كلمة مشروع تنصرف إلى شركة الاستثمار المشترك سواء أكانت ذات رأس مال متغير أم رأس مال ثابت .

ثالثا: رأسمال شركة الاستثمار المشترك في القانون الأردني

أوجبت بعض التشريعات أن يتوافر حد أدنى من رأس مال كشرط لتأسيس شركات الاستثمار كالتشريع الفرنسي ، والتشريع الأردني، و يختلف مقدار الحد الأدنى باختلاف ما إذا كانت شركة الاستثمار ذات رأس مال ثابت أم ذات رأس مال متغير ، وسواء أكانت شركة الاستثمار ذات رأس مال ثابت أم متغير فإنها شركة مساهمة ينقسم رأسمالها إلى أسهم متساوية القيمة ، ويكتسب المنضم أليها صفة المساهم ، ومن ثم لا يتمتع بملكية مباشرة على الحافظة المنقولة التي

تنشئها الشركة ، إنما يكون هذا الحق للشركة وحدها بما لها من شخصيه معنوية وذمـه ماليـة مستقلة ، إلا أن الاختلاف بينهما يكون من حيث حرية مجلس الإدارة في تغييـر رأس المـال بالزيادة أو التخفيض دون الرجوع إلى الهيئة العامة غير العادية، فبينما تنعدم هذه الحرية فـي شركة الاستثمار ذات رأس المال الثابت ، تتمتع بها شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير .

وقبل البحث في هذين الشكلين ، لا بد من الرجوع إلى رأسـمال الـشركة المـساهمة العامـة والشركات عموماً ، وذلك من خلال نص م/95 من قانون الشركات التي تـشير إلـى وجـوب تحديد رأس مال الشركة المساهمة العامة المصرح به (المرخص به) بحيث لا يقل عن (500.000) خمسمائة ألف دينار و رأس المال المكتتب به (المصدر) عن مائة ألف دينار أو عشرين بالمئه (20%) من رأس المال المصرح به أيهما أكثر ، على أن يتم تسديد الجزء غير المكتتب به خلال ثلاث سنوات من تاريخ تسجيل الشركة أو زيادة رأس المال حسب مقتـضى الحال و في حال تخلف الشركة عن تسديد الجزء غير المكتتب به خلال ثلاث سنوات يراعى ما إذا كان :

– رأس مال الشركة المكتتب به يزيد على خمسمائة ألف (500.000) دينار حينئـذ يـصبح رأس مال الشركة المصرح به هو رأس مالها المكتتب به فعلا .

– وبين ما إذا كان رأس مال الشركة يقل عن خمسمائة إلف دينار عند انتهاء مدة ثلاث سنوات من تاريخ تسجيل الشركة ، يكون لمراقب الشركات أن ينذر الشركة بضرورة العمل على تسديد فرق المبلغ حتى يصبح رأس مال الشركة المكتتب به فعلا خمـسمائة ألف دينار وذلك خلال ثلاثين يوما من تاريخ إنذار الشركة ، وفي حالة تخلف الـشركة عن ذلك فيحق لمراقب الشركات أن يطلب من المحكمة تصفية الشركة تصفية إجبارية .

وقد أشارت الفقرة ج من المادة /95 إلى انه يجوز لمجلس إدارة الشركة إعادة طرح الأسهم غير المكتتب بها من رأس مال الشركة المصرح به حسب ما تقتضيه مصلحة الشركة و بالقيمة التي يراها المجلس مناسبة ، سواء أكانت هذه القيمة مساوية لقيمة الأسهم الاسمية أم أكثر أم أدنى منها على أن تصدر هذه الأسهم وفقا لأحكام الأنظمة والتشريعات المعمول بها .

و كذلك أجازت الفقرة (د) من تلك المادة لمجلس الإدارة تغطية الأسهم غير المكتتب بها و ذلك بعد الحصول على موافقة الهيئة العامة غير العادية بإحدى الطرق التالية:

1- ضم الاحتياطي الاختياري لرأسمال الشركة .

2- رسملة ديون الشركة أو أي جزء منها شريطة موافقة أصحاب هذه الديون خطيا على ذلك .

3- تحويل اسناد القرض القابلة للتحويل إلى أسهم .

كما نصت الفقرة هـ من تلك المادة و بقرار من الهيئة العامة بالأسس التي تحددها لهذه الغاية على تخصيص جزء من رأسمال الشركة غير المكتتب به ، لعرضه على العاملين فيها كحافز لهم و يجوز بقاء هذا الجزء غير المكتتب به وعرضه عليهم لمدة أربع سنوات من تاريخ تسجيل الشركة أو زيادة رأسمالها حسب مقتضى الحال.

و أناطت الفقرة (د) من تلك المادة بمجلس إدارة الشركة إصدار الاسهم حسب ما تسمح به أحكام قانون الأوراق المالية المعمول به .

يلاحظ من خلال مراجعة تلك المادة أن المشرع الأردني قد اخذ بمبدأ ثنائية رأسمال الشركة أي تحديد رأسماليين للشركة، يسمى الأول المرخص به و يمثل مجموع رأس مال الشركة أي الحد الأعلى المسموح جمعه والثاني يسمى رأسمال المكتتب به أو المصدّر و هو يمثل الحد الأدنى الذي لا بد منه لمباشرة الشركة أعمالها و الذي لا يمكن أن يتم تأسيس الشركة بدونه . (د. ياملكي أكرم ،المرجع السابق ص161) .

وتقسم شركة الاستثمار المشترك إلى قسمين من حيث رأسمالها وهما:

1- شركة الاستثمار المشترك ذات رأس المال المتغير

2-شركة الاستثمار ذات رأس المال الثابت

وفيما يلي توضيح أوجه الاختلاف فيما بينهما :

شركة الاستثمار المشترك ذات رأس المال المتغير :-

وتقوم هذه الشركة على مبدأ تغيير رأس المال ، وبمقتضاه يجوز للشركة بالنص في نظامها أن تحدد رأسمالها الكلي عند تأسيس الشركة ، ويسمى هذا الرأسمال المصرح به ولكن لا تطرحه كله للاكتتاب العام وإنما تطرح جزءاً منه وتطرح الجزء الباقي حسب ما تشاء الشركة ، وذلك على دفعات متعاقبة حسبما تقتضيه حاجة الشركة إلى رؤوس أموال جديدة دون الحاجة إلى اتخاذ الإجراءات اللازمة لتعديل نظام الشركة عن طريق الهيئة العامة غير العادية(Faffa ، المرجع السابق ص 53)

ويسمح هذا النظام لمجلس إدارة الشركة بإصدار أسهم تكاد تكون يومية لتلبية طلبات المستثمرين الجدد الراغبين في الانضمام إلى الشركة دون المرور في الأسواق المالية .

وتستطيع الشركة بإعادة شراء أسهمها لنفسها من المستثمرين الراغبين في الخروج ، وذلك بمجرد تقديم الطلب إلى مجلس الإدارة ، لكن الشركة لا تخفض رأسمالها بمقدار الأسهم التي أعادت شراءها لنفسها وإنما تحتفظ بهذه الأسهم حتى تقررعرضها مرة أخرى ، لذلك لا تلتزم بأن تعدم أسهمها التي تشتريها ، على خلاف القاعدة في شركة الاستثمار ذات رأسمال الثابت

التي تقرر تخفيض رأسمال بطريق شراء أسهمها (يونس علي حسن، الشركات التجارية ص817 دار الفكر العربي لسنة1990)

وتظل الأسهم في تلك الفترة مجمدة لديها ، بمعنى أنها لا تتمتع بأي حق من الحقوق المرتبطة بالأسهم المتداولة كحق التصويت أو حق الحصول على أرباح ، ولكن تسترد هذه الأسهم للحقوق المرتبطة بها متى دفع بها إلى التداول مرة أخرى ، ولا يعتبر دفعها إلى التداول مرة أخرى من قبيل زيادة رأس المال (Ravel المرجع السابق ص 44)

وعليه تتميز شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير بالمرونة وهذه المرونة تسمح بقبول مستثمرين جدد ، وخروج مستثمرين متى شاؤوا ، دون الدخول في الأسواق المالية والتعرض لهذا العرض والطلب ، ويعبر عن شركة الاستثمار ذات رأسمال المتغير بالباب المفتوح بدخول مساهمين حدد وخروج مساهمين قد متى شاؤوا .

و شركة الاستثمار ذات رأس مال المتغير هي التي تصدر أسهما قابلة للاسترداد من قبل الشركة ذاتها بسعر يتحدد وفقا لقيمة صافي موجوداتها المتداولة(د . ياملكي أكرم، المرجع السابق ص 161) .

يذكر أن مهمة تحديد سعر أسهم الشركة ذات رأس المال المتغير من مهام أمين الاستثمار، وذلك استنادا الى نص المادة /25 الفقرة /د من تعليمات الاستثمار المشترك رقم /2 لسنة 1999

و على الشركة أن تعلن أسعار الأسهم كل أسبوع بمعرفة سوق عمان المالي، و يحق للمساهم في الشركة ذات رأس مال المتغير الطلب إلى الشركة أن يسترد أسهمه بسعر يمثل صافي قيمة الأسهم محسوباً بتاريخ الاسترداد وناقصا قيمة أي رسوم أو عمولات تحدد في النظام الأساسي للشركة (د . سامي محمد فوزي، المرجع السابق ص 580 و في المعنى ذاته د العكيلي عزيز ،المرجع السابق ص 431 و في نفس المعنى د ياملكي اكرم ،المرجع السابق ص160).

و ذلك على عكس الشركة المساهمة العامة ، حيث لا يجوز للمساهم أن يسترد قيمة أسهمه ما دامت الشركة مستمرة في العمل ، و إنما يكون له نصيب من صافي موجودات الشركة بنسبة ما يملك من أسهمها عند انقضائها و تصفية موجوداتها (العكيلي عزيز ، المرجع السابق ص) .

و يشير البعض إلى أن السبب الموجب لهذا التعديل ، هو انه يجب استثناء شركات الاستثمار المشترك ذات رأسمال المتغير من حدود رأس المال لكي يتمكن المستثمر من استعادة استثماره عند الطلب (د العكيلي عزيز ،المرجع السابق ص 431 في الهامش و في نفس المعنى د سامي محمد فوزي ، المرجع السابق في الهامش أيضا ص 580) .

وكذلك أشارت المادة/13 من تعليمات الاستثمار المشترك الأردني الفقرة/ه ، الى أنه يجب أن يتضمن النظام الأساسي للشركة طريقة حساب سعر شراء وسعر إطفاء أسهم الشركة ذات رأس المال المتغير ، وكذلك يشتمل على مواعيد الإعلان عن قيمة أسهم الشركة ذات رأس المال المتغير على أن لا تقل عن مرتين في الشهر ،في حين أشارت المادة /210 من قانون الشركات في آخر الفقرة /أ الى انه تعلن الشركة عن أسعار الأسهم في كل أسبوع بمعرفة السوق .

ويجد الباحث أن هناك تعارضاً بين قانون الشركات وتعليمات الاستثمار المشترك ، ففي قانون الشركات يجب أن تعلن أسعار الأسهم كل أسبوع بمعرفة السوق ، وفي تعليمات الاستثمار المشترك تعلن مرتين في الشهر أي كل أسبوعين ، وأمام هذا التعارض فان الباحث يرى وجوب العمل بالقانون خاصة وان هذه التعليمات صادرة سنة 1999 ولكن مايزال معمولاً بها استناداً الى نص المادة / 122 الفقرة /ج بقولها "تبقى الأنظمة والتعليمات والقرارات المعمول بها بموجب قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997 سارية المفعول الى حين إلغائها أو استبدال غيرها بها "

و كذلك في شركة الاستثمار المشترك ذات رأس مال المتغير لا يطبق عليها أحكام الفقرتين (أ – ب) من المادة /95 من قانون الشركات التي توجب أن يكون الحد الأدنى رأسمال الشركة المساهمة العامة المصرح به لا يقل عن خمسمائة ألف دينار على ان يسدد المبلغ كاملا خلال الثلاث سنوات من تاريخ تسجيل الشركة ، و هذا يعني انه قد يقل رأس مال شركة الاستثمار المشترك ذات رأس المال المتغير عن خمسمائة ألف دينار و تستمر الشركة في أعمالها دون توجيه لها انذر من مراقب الشركات ، بأن يكون الحد الأدنى لرأسمالها خمسمائة ألف دينار وليس من الضروري أن يسدد خلال ثلاث سنوات وميزة هذا النظام انه يسمح بانضمام مساهمين جدد وانسحاب مساهمين قدامى في أي وقت يشاء أثناء حياة الشركة (سامي ، محمد فوزي ،المرجع السابق ص250).

ويجيز المشرع الفرنسي إصدار الشركة لأسهم جديدة كما يلزمها بإعادة شراء الأسهم التي يرغب صاحبها في بيعها في كل وقت دون الحاجة إلى تعديل نظام الشركة .

وحسب نظام شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير فانه يحق لمجلس الإدارة وحده و دون الحاجة إلى موافقة الهيئة العامة غير العادية رفع أو تخفيض رأسمالها المصرح به حسب ما يراه المجلس مناسبا ، شريطة إبلاغ مراقب الشركات بذلك وذلك خلال مدة عشرة أيام من تاريخ قرار رفع أو تخفيض رأس مال الشركة ، و يلاحظ أن دور مراقب الشركات هو سلبي أي لا يوجد له دور أو سلطة مراقبة على قرار رفع أو تخفيض رأسمال الشركة ذات رأس المال المتغير لذلك يرى الباحث أن يتنبه المشرع لذلك وأن تكون له سلطة على قرار التخفيض أو الزيادة وذلك حمايةً لأموال المستثمرين .

كما تضمن البند السادس من الفقرة الثانية من المادة 209 من قانون الشركات حكما يتضمن مفاده ، أنة لا يجوز للمساهم في شركة الاستثمار المشترك ذات الرأسمال المتغير أن يطلع على

سجلات الشركة ما لم ينص نظامها الأساسي على ذلك ، في حين يجوز للمساهم في الشركة المساهمة العامة أن يطلع على سجل المساهمين في الشركة ، و جاء في الأسباب الموجبة لتعديل هذا النص ، أن ما يهم المساهم في شركة الاستثمار المشترك ذات الرأسمال المتغير هو استثماره فقط و ليس المساهمين الآخرين و قيمة استثمارهم ، وبالتالي يجب أن لا يطلع على سجل المساهمين (دالعكيلي عزيز ،المرجع السابق ص 431 في الهامش و في المعنى نفسه د محمد فوزي سامي ، المرجع السابق ص 581 بالهامش ايضا).

كذلك تضمن البند السابع من الفقرة الثانية من المادة/209 حكماً آخر ، وهو بأنه لا يحق للمساهمين في شركة الاستثمار المشترك ذات الرأسمال المتغير الذين يعترضون على اندماج الشركة بشركة أخرى ، أن يطعن في قرار الاندماج لدى المحكمة المختصة وفقا لما جاء في نص المادة /235 من قانون الشركات ، وإنما يحق للمساهمين حق استرداد قيمة أسهمهم بالسعر الذي حدده القانون في البند الرابع من هذه الفقرة (العكيلي عزيز ،المرجع السابق ص 432 و في العدد نفسه د .سامي محمد فوزي، المرجع السابق ص 581) .

رأسمال شركة الاستثمار المشترك ذات رأس مال الثابت

تقوم شركة الاستثمار ذات رأس المال الثابت على مبدأ مقتضاه تحدد الشركة رأسمالها بمبلغ معين وتصدر به كله أسهما و تطرحه للاكتتاب مرة واحدة للجمهور عند تأسيسها، ولا يجوز تغيير رأس مال الشركة إما بالزيادة أو بالتخفيض أثناء حياة الشركة ، لكن لا بد من موافقة الهيئة العامة غير العادية على ذلك .

وبهذا يعني انه لا يمكن لأي مستثمر الحصول على أسهم شركة الاستثمار إلا من خلال السوق المالي و لا يستطيع التخلص من أسهمه إلا بنفس الطريقة التي حصل عليها، لذلك فان المستثمر

في الشركة ذات رأس مال ثابت يتحمل آثار قانون العرض و الطلب فـــي الـــسوق المـــالي . (د المصري حسني ، المرجع السابق ص 114 .)

وبهذه الطريقة يكون المستثمر مضطراً إلى تحمل كافة آثار قانون العرض والطلب في البورصة سواء أكانت الآثار إيجابيه أم سلبية .

وتسمى شركة الاستثمار المشترك ذات رأس المال الثابت بالشركة المغلقـــة ، لأنهـــا لا تـــسمح للمستثمرين بالدخول أو الخروج منها إلا عن طريق السوق المالي .

وقد عرف قانون الأوراق المالية رقم/76 لسنة2002 شركة الاستثمار ذات رأس المال الثابـــت بأنها هي التي تصدر أسهما غير قابلة للاسترداد و يتم تداولها في السوق وفقا للأسعار التي تحدد في السوق المالي ، و يترتب على ذلك أن تطبق على هذه الشركة أحكام الفقرتيـــــــــــن (أ – ب) من المادة 95 من قانون الشركات (سامي ،محمد فوزي ،المرجع السابق ص572).

رابعا: الأوراق المالية التي تصدرها شركة الاستثمار المشترك:

الأوراق المالية التي يحق للشركة المساهمة العامة إصدارها وفقا للقواعد التقليدية علـــى ثلاثـــة أنواع من الأوراق المالية ، وهي الأسهم وسندات القرض وحصص التأسيس كما فـــي القـــانون المصري ، في حين أن قانون الشركات الأردني لم ينظم النوع الثالـــث مـــن هـــذه الأوراق أي حصص التأسيس ، وإذا كان إصدار الأسهم العادية في شركات الاستثمار المشترك لا يثير جدلا فان إصدار الأسهم الممتازة وحصص التأسيس وسندات القرض قد يثير جدلا وذلـــك للطبيعـــة القانونية لهذه الحصص و السندات.

لذلك يدور الحديث هنا عن الأسهم العادية والممتازة ومدى جواز إصدار اسناد القرض ، وكذلك مدى جواز إصدار حصص التأسيس في شركة الاستثمار المشترك.

الأسهم:

يعرف السهم بأنه حصة الشريك في الشركة ممثلة بصك قابل للتداول (د. العكيلي عزيز ، المرجع السابق ص228) ، وعرفه البعض بأنه يمثل نصيب المساهم في شركات الأموال ، وهي مقابل حصة الشريك في شركه الأشخاص ، ويقصد به الصك الذي تمنحه الشركة للمساهم نتيجة اكتتابه في الشركة (د.القيلوبي سميحه ، المرجع السابق ص242)

ويمتاز السهم بعده خصائص منها :

- تساوي القيمة الاسمية للسهم :

قسم رأس مال الشركة المساهمة العامة إلى أسهم متساوية القيمة تكون قيمه السهم الواحد دينارا واحدا حسب التشريع الأردني ، أما في التشريع المصري فإن القيمة الاسمية للسهم لا تقل عن خمسة جنيهات ولا تزيد على ألف جنيه ، وكنتيجة لذلك فإن السهم غير قابل للتجزئة وإذا آل السهم إلى الورثة فإنه لا يجزأ بينهم وإنما عليهم أن يختاروا واحدا من بينهم ليمثلهم تجاه الشركة ويعتبر الورثة مسؤولين بالتضامن فيما بينهم عن الالتزامات المترتبة على هذه الملكية .

.المسؤولية المحدودة

لا يسأل المساهم عن ديون الشركة إلا بمقدار حصته في رأس مال الشركة ولا يسأل بماله الخاص عن ديون الشركة وهو ليس دائناً للشركة فهو يحوز صكا مقابل الحصة التي اسهم بها تكوين رأس المال .

تداول السهم:

إن أسهم الشركة المساهمة العامة من حيث المبدأ قابله للتداول ، ذلك أن شركات الأموال لا يكون فيها للاعتبار الشخصي أي اعتبار، بعكس شركات الأشخاص إن الشريك لا يستطيع التنازل عن حصته إلا بعد موافقة الشركاء في الشركة ، لذلك يحق للمساهم أن يبيع أسهمه أو

رهنها لكن ليس بصورة مطلقة حيث إن هناك بعض القيود على ذلك. (د العكيلي عزيز ، المرجع السابق ص239)

وفي مجال شركة الاستثمار المشترك ، كشركه مساهمة عامة فانه يجوز أن تكون الأسهم نقدية وهي حصص في رأس مال الشركة كما يجوز تقديم حصص عينيه ، مع أنه في شركه الاستثمار غالبا ما تكون الأسهم نقدية نظرا لطبيعة غايات الشركة تكوين حوافظ قيم منقولة و إدارتها.

ويثور الجدل في شركه الاستثمار المشترك عن مدى جواز إصدار هذه الشركة للأسهم الممتازة ، والتي تعرف بأنها تعطي لمالكيها مزايا أكثر من الأسهم العادية أو يكون لها عدد من الأصوات أكثر من الأسهم العادية أو يكون لها نصيب من الأرباح أكثر من الأسهم العادية أو الأولوية في استرداد قيمة السهم عند تصفية الشركة.

ذلك أن جميع مالكي الأسهم في الأصل متساوون في الحقوق ، لكن هذا ليس من النظام العام ، فيجوز أن ينص النظام الأساسي وقانون الشركات على أسهم ممتازة تعطي مالكيها بعض الامتيازات ، كحق الحصول على أرباح أكثر من الأسهم العادية أو لها عدد من الأصوات أكثر من الأسهم العادية وهذا ممكن عموما في الشركات المساهمة العادية ،أما قانون الشركات الأردني فلم يرد فيه نص يجيز او يحرم على الشركات المساهمة أسهماً ممتازة بشكل عام ، وإزاء عدم النص ثار الجدل حول جواز إصدار أسهم ممتازة بين مؤيد ومعارض، ويتفق الباحث مع الرأي القائل بعدم جواز إصدار أسهم ممتازة في الشركة المساهمة العامة استنادا إلى نصوص المواد 59 و111 و178 من قانون الشركات التي أشارت الى ذلك ولو بصوره غير مباشره ، التي توجب أن تكون الأسهم متساوية القيمة وان تعطي حقوقا متساوية لجميع المساهمين دون أي تمييز وان يكون لكل مساهم عدد من الأصوات عند اتخاذ القرارات بعدد

الأسهم التي يملكها ، لان من شان الأسهم الممتازة أن تخل بمبدأ المساواة بين المساهمين(العكيلي عزيز ، المرجع السابق ص239)

وفي مصر أشار المشرع في المادة/ 35 من قانون الشركات إلى جواز إصدار أسهم ممتازة شريطة وجود نص في نظام الشركة، أما المشرع الفرنسي الذي أجاز في قانون الشركات لشركات المساهمة العادية إصدار أسهم ممتازة ، فإنه مع ذلك منع في شركات الاستثمار المشترك ذات رأس المال المتغير إصدار أسهم تتضمن مزايا خاصة لحامليها دون الباقين ، وذلك حسب م/4 من قانون تنظيمات الاستثمار المشترك لسنة 1988 (د.عبدالله نهال فتحي ، المرجع السابق ص250)

و من شأن ذلك أيضًا الإخلال بحقوق المستثمرين في نصيبهم من الأرباح.

– مدى جواز إصدار شركة الاستثمار المشترك اسناد القرض :

قد تحتاج الشركة المساهمة أثناء مزاولتها لنشاطها إلى أموال جديدة لمواصله عملها وهي قد تلجأ في ذلك الى إحدى الطريقتين هما:

- **إما أن تزيد من رأس مالها بطرح أسهم جديدة للاكتتاب**
- **وإما أن تقترض ما يلزمها من أموال**

واقتراض الشركة إما أن يكون بشكل فردي عن طريق البنوك أو الدولة ، وإما أن يكون بشكل جماعي عن طريق إصدار اسناد قرض تطرح للاكتتاب العام فيقسم مبلغ القرض إلى أجزاء متساوية يمثل كل جزء منها صكاً يسمى السند وهو قابل للتداول بالطرق التجارية.

ويعتبر حامل السند دائناً للشركة فيكون له الحق في استرداد قيمه سند القرض في تاريخ الاستحقاق وله حق تقاضي الفوائد ، سواء حققت الشركة ربحا أو منيت بخسائر .

ولحامل السند ضمان عام على أموال الشركة لاسترداد قيمه سنده ، وهذا ما ينطبق بشكل عـام على الشركة المساهمة العامة العادية.

أما فيما يتعلق بشركه الاستثمار المشترك ، فالأصل طالما لا يوجد نص يحرم علـى شـركه الاستثمار المشترك إصدار سندات قرض فيجوز لها زيادة رأسمالها عن طريق إصدار سـندات قرض تماما كالشركة المساهمة العامة.

إلا انه بالرجوع إلى أحكام تنظيمات الاستثمار المشترك رقم /2 لسنة 1999 في المادة/32 فقره /ب وكذلك في قانون الأوراق المالية رقم /76 لسنة2003 في المادة/102 الفقـرة/ب/2 يجـد الباحث أن المشرع لم يطلق العنان كاملا لشركه الاستثمار المشترك في إصدار سندات قرض ، فقد قيد هذه الشركة بقيد وهو انه لا يجوز أن تقترض شركه الاستثمار المشترك أكثر من 10% من صافي أصول الشركة.

ويرى الباحث انه يجوز النص في النظام الأساسي للشركة الاستثمار المشترك على عدم جـواز إصدار سندات القرض ، ذلك أن إصدار سندات القرض في هذه الشركة سوف يحملهـا ديونـاً وفوائد كبيرة فد تثقل كاهلها، وكذلك قد تضر بالمستثمرين المـودعين أمـوالهم فـي الـشركة لانخفاض نسبة أرباح الشركة وارتفاع الفوائد على سندات القرض.

وقد أجاز المشرع المصري لشركه المساهمة العامة أن تصدر سندات قرض ذات قيمة اسـمية واحدة قابله للتداول (القيلوبي ،المرجع السابق ص307).

– مدى جواز إنشاء حصص التأسيس في شركة الاستثمار المشترك :

وهي صكوك تعطي حامليها حقوقاً في أرباح الشركة دون أن تمثل في رأس المـال وتعطيهـا الشركة للمؤسسين مقابل الخدمات التي قدموها أثناء تأسيس الشركة ، وبالتالي فإن الأرباح التي

تعطى لحاملي حصص التأسيس تكون على حساب المساهمين الذين قدموا أموالا حقيقة تدخل في رأس المال.

وفي الأردن لم ينظم قانون الشركات هذا النوع من الأوراق المالية ، ولعدم النص على حصص التأسيس اختلفت أراء الفقهاء حول هذا الموضوع فذهب البعض(د.علي يونس، المرجع السابق ص13 د.القيلوبي سميحه ، المرجع السابق ص 258) في ظل التشريعات المماثلة لقانون الشركات الأردني إلى تأييدهم لإصدار هذا النوع من الأوراق المالية طالما لم يرد نص يحظر إنشاء حصص التأسيس وذهب اخر(العكيلي عزيز،المرجع السابق ص235)إلى عدم جواز إنشاء حصص التأسيس لطالما لم يرد نص يسمح بإنشاء حصص التأسيس .

وفي مصر فإن المشرع أجاز في قانون الشركات رقم 159 لسنه 1981 إنشاء حصص التأسيس ولكنه فرض قيوداً معينة على انشائها واستمرارها وتداولها وأرباحها .(دالقيلوبي سميحة ، المرجع السابق ص307)

أما المشرع الفرنسي فقد حظر إنشاء حصص التأسيس في شركات المساهمة العامة ، وتخضع شركات الاستثمار في القانون الفرنسي إلى هذا الحكم أيضا ، وبذلك فإن شركات الاستثمار في القانون الفرنسي يمتنع عليها إصدار حصص التأسيس(Faffa المرجع السابق ص20).

ويتفق الباحث مع الرأي القائل بجواز إصدار حصص التأسيس في شركات المساهمة العامة طالما لم يرد نص يحظر بذلك فالأصل في الشيء الإباحة ما لم يرد نص بالتحريم ، لكن يرى الباحث انه يجب النص في شركات الاستثمار على منع إصدار مثل هذه الأوراق المالية ، ولذلك يتمنى الباحث على المشرع الأردني أن ينص في أحكام شركه الاستثمار المشترك على منع إصدار حصص التأسيس ، لما لها من ضرر على المستثمرين فيها وعلى الأرباح التي يتقاضونها ، كون الأرباح التي تعطى لحاملي حصص التأسيس تكون على حساب المساهمين

الذين قدموا أموالا حقيقة، وذلك في أول تعديل ممكن لقانون الشركات ، وإزاء عدم النص فـــي الوقت الحالي على ذلك ، فإن الباحث يرى أن ينص في النظام الأساســـي لـــشركه الاســـتثمار المشترك على تحريم إصدار حصص التأسيس .

الفصل الثالث

إدارة شركة الاستثمار المشترك

شركة الاستثمار المشترك كما تم بيانه هي شركة مساهمه عامه تخضع إلى الأحكام العامة للشركة المساهمة العامة مع مراعاة الأحكام الخاصة بها الواردة في المادة 209 من القانون .

وسيتناول هذا البحث إدارة الشركة المساهمة العامة ، مجلس الإدارة والهيئة العامة العادية وغير العادية ، ونشاطات شركة الاستثمار المشترك مع الاشاره إلى القواعد التي خص بها المشرع هذه الشركة في كل موضع .

المحور الأول: مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة .

أولا: تكوين مجلس الإدارة.

يتكون مجلس إدارة شركة الاستثمار المشترك من عدد من المساهمين لا يقل عددهم عن ثلاثة ولا يزيد على ثلاثة عشر شخصا وذلك وفقا لما يحدده نظام الشركة، ولا تزيد مدة العضوية فيه على أربع سنوات وذلك حسب المادة 2/132من قانون الشركات

ويراعى عند اختيار العدد أن يكون فرديا حتى يسهل اتخاذ القرارات على أن يتم انتخاب الأعضاء من الهيئة العامة للشركة ، ويكون الاقتراع سريا ويشترط لكل عضو من أعضاء المجلس أن يحصل على أكثر من نصف الأصوات الممثلة في الاجتماع.

ويتم انتخاب رئيس المجلس من بين الأعضاء وكذلك نائبه ، كما يتم انتخاب من له حق التوقيع عن الشركة ، وعند الانتهاء من تكوين مجلس الإدارة يتم تزويد مراقب الشركات بنسخه من محضر اجتماع المجلس الإدارة وعن القرارات التي تصدر عنه(المادة (137) من قانون الشركات الأردني) ، وإعلام هيئة الأوراق المالية بنسخه من تلك القرارات (الفقرة أ/4 من المادة 43 من قانون الأوراق المالية

المؤقت رقم 76 لسنة 2002) والتي تقول على كل مصدر أن يقدم الى الهيئة وفقاً للتعليمات التي يصدرها المجلس ، التقارير الدورية وان يقوم بنشرها ومنها الفقرة رقم /4 والتي تنص على تقرير يتعلق بانتخاب مجلس إلادارة او هيئة المديرين واي تغيير في تشكيل او هوية أعضاء أي منهما.

ويجوز أن يكون رئيس مجلس الإدارة متفرغا لإدارة الشركة وذلك بموافقة ثلثي أعضاء المجلس ، شريطة أن لا يكون رئيساً متفرغاً لمجلس شركة أخرى أو مديرا عاما لأي شركة أخرى (المادة (152 /ب)من قانون الشركات الأردني).

كما يجوز أن يعين مجلس الإدارة رئيس المجلس مديراً عاما لهذه الشركة أو مساعداً أو نائباً بقرار من المجلس يوافق عليه ثلثي أعضاء المجلس ، وهذا ما يؤخذ عليه المشرع الأردني اذ كيف يجوز لرئيس مجلس الإدارة أن يكون مساعدا أو نائبا (دالعكيلي عزيز، المرجع السابق ص281 وفي المعنى نفسه د ياملكي أكرم، القانون التجاري الشركات ص 2819) ويتمنى الباحث على المشرع أن يتنبه إلى هذا الأمر في أول فرصه لتعديل هذا القانون إذ من غير المنطقي والمعقول أن يكون رئيس مجلس الإدارة نائبا أو مساعدا لمدير الشركة(المادة 125/ج من قانون الشركات) .

ثانيا :شروط عضوية مجلس الإدارة.

حدد المشرع الأردني الشروط الواجب توافرها في عضو مجلس الإدارة وهي :-

1- أن يكون العضو مساهما في الشركة مالكًا لعدد من الأسهم يحدده نظام الشركة ، والحكمة من هذا الشرط أن يكون المساهم صاحب مصلحه في الشركة ، فهو أكثر حرصاً على رعاية مصلحة الشركة(المادة 133/أ من قانون الشركات) وتسمى الأسهم التي يمتلكها أسهم الضمان وتبقى محجوزة لمدة ستة أشهر بعد انتهاء العضوية (المادة 133/ب من قانون الشركات)، ويرى احد الشراح عدم ترك تحديد عدد أسهم الضمان مرهونا بنظام الشركة وحده دون تحديد حد أدنى وحد أعلى

، لأنه عند عدم فرض القانون حدا أدنى من الأسهم الواجب على العضو امتلاكها يترك المجال لمؤسسي الشركة تقرير أي عدد من الأسهم ، ويرى كذلك انه وفي حال عدم تحديد عدد الأسهم في القانون أن يترك للوزير تقدير عدد اسم الضمان تلك حسب وضع الشركة وضمان مصلحتها ومصلحة المساهمين (ياملكي أكرم، القانون التجاري الشركات ص270) ، وان لا تكون تلك الأسهم محجوزة أو مرهونة أو مقيدة بأي قيد يمنع التصرف فيها (المادة 133/أ من قانون الشركات)

ألا أن قانون تنظيمات الاستثمار المشترك الفرنسي في الشركات ذات رأس المال المتغير لم يشترط هذا الشرط بل أجاز أن يكون العضو غير مساهم ويهدف من ذلك إفساح المجال للإفادة من أصحاب الخبرة في مجال تكوين وإدارة حوافظ الأوراق المالية (عبد الله نهال فتحي، المرجع السابق ص281) .

وفي التشريع المصري اشترط المشرع توافر عدد من الأسهم لمن يرشح نفسه لعضوية مجلس الإدارة وتسمى بأسهم الضمان ، وان يكون العضو مالكا لعدد من الأسهم لا تقل عن خمسة آلاف سهم أو القيمة التي يحددها نظام الشركة (القليوبي سميحة ، المرجع السابق ص450) .

2- يشترط فيمن يرشح نفسه لعضوية مجلس الإدارة أن لا يقل عمره عن الواحد والعشرين عاما لضمان الخبرة الكافية للمحافظة على مصالح الشركة (المادة 147/أ من قانون الشركات).

أما القانون المصري فلم يشترط سناً معينه بل اكتفى جانب من الفقه بالقول بأن يكون كامل الأهليه بالغا سن الرشد (د.القليوبي سميحة المرجع السابق ص452)

كذلك التشريع الفرنسي لم يحدد سنا معينة لمن يكون عضوا في مجلس الإدارة ، بل اكتفى بالقول أن لا يتجاوز العمر الذي يحدده نظام الشركة ، وفي حالة أن جاءت الأنظمة خالية من تحديد العمر يجب أن لا تزيد نسبة الأعضاء الذين تتجاوز أعمارهم عن السبعين ثلث أعضاء مجلس الإدارة (عبدالله نهال فتحي، المرجع السابق ص282)

3- عدم الجمع بين منصب الوزارة وعضوية مجلس الإدارة ، (المـادة 44 مـن الدسـتور الأردنـي) والحكمة من هذا الشرط هو استبعاد تأثير الشركات على أصحاب تلـك المناصـب واسـتغلال نفوذهم لأجل مصلحة الشركة.

4- أن لا يكون العضو موظفاً عاماً في الحكومة أو أي مؤسسة رسميه عامة (المادة 2/147 من قانون الشركات)، إلا أذا كان ممثلاً للحكومة أو لأي مؤسسة رسمية عامة لشخص اعتباري عـام (المـادة 148 /أ من قانون الشركات) ، وهذا الشرط ينصب في مصلحة الشركة من حيث عدم التأثير الـوظيفي لصالح الشركة .

5- أن لا يكون محكوماً عليه بعقوبة جنائية أو جنحوية مخلة بالشرف أو الامانه كالـسرقة أو التزوير أو الاختلاس ، وأن لا يكون فاقدا للأهلية المدنية أو أشهر إفلاسه ما لم يرد إليه اعتباره (المادة 134/أ من قانون الـشركات) ، والحكمة من هذا الشرط أن من يحكم عليه بهذه الجرائم لا يكـون أمينا على مصالح الشركة.

6- لا يجوز للمساهم أن يكون عضوا في مجلس إدارة أكثر من ثلاث شركات مساهمة في وقت واحد بصفته الشخصية ، ولا يكون ممثلا لأكثر من شركتين مساهمتين عامتين، وفـي جميـع الأحوال يجب أن لا يكون عضواً في مجلس إدارة خمس شركات سواء بصفته الشخـصية أو ممثلاً لشخصيه اعتبارية أخرى (المادة 146 /أ من قانون الشركات) .

7- لا يجوز لعضو مجلس الإدارة أن يتولى إدارة شركة مشابهة أو منافسة للشركة التـي هـو عضو فيها، ولا يجوز له القيام بعمل منافس لإعمالها (المادة 148/ب من قانون الشركات).

والحكمة من ذلك هو عدم تفضيل إحدى الشركتين على حساب الشركة الأخـرى فـي حالـة تعارض المصالح بينهما.

وبالرجوع إلى هذه الشروط جميعها يجد الباحث ، انه كان على المشرع الأردني أن يضع شروطاً خاصة في شركة الاستثمار المشترك ، بالإضافة إلى هذه الشروط أسوة بالمشرع المصري الذي كان موفقاً أكثر من المشرع الأردني حين وضع شروطاً خاصة في الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وتكوين حافظة قيم منقولة ومن هذه الشروط مثلا:

1- **شرط الخبرة:** لم يتطرق المشرع الأردني إلى شرط توافر الخبرة في مجال الأوراق المالية وأعمال البورصات والأسواق المالية بين أعضاء مجلس الإدارة ، بعكس المشرع المصري حين اشترط لحصول الشركة العاملة في مجال الأوراق المالية على ترخيص لمزاولة أعمالها توفر الخبرة الكافية في غالبية أعضاء مجلس الإدارة ، سواء في أعمال البورصة أو سوق الأوراق المالية ، وان لا تقل هذه الخبرة عن خمس سنوات، وفي مدير الشركة توفر خبرة لا تقل عن أربع سنوات (د طاحون نصر، المرجع السابق ص296) ، ويعلق جانب من الفقه على شرط الخبرة بأنه من الشروط التي تتناسب مع طبيعة عمل هذه الشركات ومن الأفضل أن يتمتع أعضاء مجلس الإدارة بخبره كافية في مجال الأوراق المالية (القليوبي سميحة ، المرجع السابق ص536)

2- **شرط التمثيل:** وهو أن يكون من بين أعضاء مجلس الإدارة عضو ممثل عن هيئة الأوراق المالية ، وهذا يعطي سلطة ورقابه للهيئة العامة لسوق الأوراق المالية لمراقبة أعمال هذه الشركات ، كونها تقوم بأعمال تمس الاقتصاد الوطني ومصالح المستثمرين وحماية لهم ، ويكون لهذا العضو الحق في الاشتراك في المناقشات دون حق التصويت وتسجيل رأيه في محاضر الجلسات ، وان لهذا الشرط ما يبرره وذلك حماية لأموال المستثمرين ولتجنب الشركة من منع وقوع هزات اقتصادية تؤثر على الاقتصاد الوطني بشكل عام.

لذلك يتمنى الباحث على المشرع الأردني أن يضع هذه الشروط بعين الاعتبار في شركة الاستثمار المشترك لما لها من أهمية تعود على الاقتصاد الوطني بصفة عامة وعلى حماية

أموال المستثمرين بصفه خاصة ، وذلك عند أول تعديل في قانون الشركات الأردني أو الــنص عليها في تعليمات الاستثمار المشترك .

ثالثا: اجتماعات مجلس الإدارة:

نصت المادة 155من قانون الشركات على انه يجب أن يجتمع مجلس الإدارة ست مرات على الأقل في السنة ما لم ينص نظام الشركة على أكثر من ذلك ،ولا يجوز لأحد الأعضاء أن يوكل غيره في حضور الاجتماع لان ذلك يسمح للغير أن يطلع على الوضع المالي والقانوني للشركة ،الأمر الذي يترتب علية إلحاق الضرر بمصالح الشركة .

ويكون الاجتماع بناء على دعوة خطية من رئيس مجلس الإدارة أو نائبه في حالة غياب الرئيس ، كما يحق لربع أعضاء المجلس دعوة المجلس إلى الانعقاد بطلب خطي يبينون فيه الأســباب الموجبة للاجتماع ، وبناء عليه يقوم رئيس مجلس الإدارة بتوجيه الدعوة إلى الاجتماع خــلال سبعة أيام من تاريخ تسلمه الطلب ، وإذا لم يستجب إلى طلبهم كان لهم الحق في الدعوة إلى عقد الاجتماع، ويقتضي لانعقاد أي اجتماع للمجلس توافر نصاب قانوني يكون حضوره من الأكثرية المطلقة للأعضاء.

وتصدر القرارات بالأغلبية ، وإذا تساوت الأصوات يرجح القرار الذي صوت معــه الــرئيس ويجب أن لا تزيد المدة بين اجتماع وآخر شهرين ، ويجب أن يبلغ مراقب الشركات بنسخه عن محاضر الجلسات ، وإذا تغيب عضو أربع مرات عن الجلسات بدون عذر شرعي يفقد عضويته من مجلس الإدارة، وكذلك إذا تغيب لمدة ستة أشهر ولو بعذر فإنه يفقد عضويته من المجلس ، ويجب أن يبلغ مراقب الشركات بفقد العضو عضويته من المجلس (المادة 164/أ من قــانون الــشركات) وكذلك إعلام هيئة الأوراق المالية بذلك (البند الرابع من الفقرة ب من قانون الأوراق المالية المؤقت رقــم 76 لــسنة 2002)،وهذه الحالة تسري على العضو الشخص الطبيعي ،أما ممثل الشخص الاعتباري فعليه أن

يعين عضوا محل العضو الذي فقد عضويته وذلك خلال شهر من تاريخ تبلغه القرار ، وإذا لم يسمي الشخص الاعتباري ممثلاً آخر خلال هذه فقد هذا الشخص عضويته(المادة 164/ب من قانون الشركات).

ويجب أن تدون القرارات ، وان تحفظ نسخه منها عند أمين السر للمجلس في سجل خاص ، بحيث يوقع على محاضر الجلسات الأعضاء الذين حضروا الجلسة، وان يوضع ختم الشركة وان يسجل أسماء الأعضاء الذين حضروا والذين تغيبوا وبيان الأعذار إن وجدت (المادة 154 من قانون الشركات).

أما المشرع المصري فلم يحدد عدد المرات التي ينعقد فيها المجلس ، إذ يجتمع المجلس بناء على دعوة من رئيس المجلس كلما دعت الحاجة إلى ذلك أو بناء على دعوة من ثلث أعضاء المجلس ، واشترط في نصاب اجتماع المجلس أن لا يقل عن نصف الأعضاء بما فيهم الرئيس، على أن لا يقل عدد الأعضاء عن ثلاثة أو العدد الذي يشترطه نظام الشركة أيهما أكثر، وتكون آلية إصدار القرارات بأغلبية الأعضاء الحاضرين ما لم يشترط نظام الشركة غير ذلك (د القليوبي سميحة، المرجع السابق ص 429)

رابعا :سلطات مجلس الإدارة :

عادة يحدد النظام الأساسي للشركة سلطات واختصاصات مجلس الإدارة، وإذا خلا النظام من هذه السلطات كان للمجلس أن يقوم بجميع الأعمال التي تقتضيها إدارة الشركة، غير أن سلطات المجلس مهما كانت واسعة فإنها ترد عليها بعض القيود منها:

1- لا يجوز لمجلس الإدارة أن يقوم بعمل يخرج عن أغراض الشركة، أما في شركة الاستثمار المشترك التي حدد المشرع غرضها فإنه لا يجوز لمجلس إدارتها الخروج عن غرضها وهو الاستثمار في القيم المنقولة.

2- قد يحظر القانون على المجلس القيام بعمل هو من اختصاص الهيئة العامة ، كتعديل عقد التأسيس أو الاقتراض حيث إن هذه الاختصاصات تكون للهيئة العامة للشركة ، مع انه ورد نص في المادة/ 209 خاص بشركة الاستثمار المشترك ذات رأس المال المتغير- كاستثناء - يعفي مجلس الإدارة من اخذ موافقة الهيئة العامة للمساهمين في حالة رفع أو تخفيض رأسمال الشركة ، وإن قرار مجلس الإدارة وحده كافٍ لاتخاذ هذا القرار شريطة إبلاغ مراقب الشركات خلال عشرة أيام من اتخاذ لقرار، وان الأسباب الموجبة لهذا الاستثناء لشركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير في تغيير رأس المال هي تمكين المستثمر من استعادة استثماراته عند الطلب (العكيلي عزيز المرجع السابق ص431 وفي المعنى نفسه سامي فوزي محمد المرجع السابق ص580)

3- وهناك قيد آخر وهو التقيد بقرارات الهيئة العامة للمساهمين ، كأن تعين الهيئة العامة مدقق حسابات للشركة فعلى مجلس الإدارة أن يتقيد بهذا القرار .

ويتفق المشرع الأردني مع المشرع المصري والفرنسي في إعطاء صلاحيات وسلطات لمجلس الإدارة في القيام بجميع التصرفات والأعمال اللازمة لتحقيق غرض الشركة إلا إذا ورد نص على خلاف ذلك في القانون أو في نظام الشركة من أعمال تدخل في اختصاص الهيئة العامة (عبدالله نهال فتحي المرجع السابق ص288)

خامسا: واجبات مجلس الإدارة :

فرض المشرع الأردني على أعضاء مجلس الإدارة عدة واجبات تلزمه بالقيام بها، وأعمالا يمنع مجلس الإدارة من القيام بها ،ويذكر الباحث هنا من هذه الواجبات على سبيل المثال لا الحصر:

1- على مجلس الإدارة بذل الجهد اللازم لتحقيق أغراض وغايات الشركة ومراقبة أعمال الشركة ، في حين نص المشرع في تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة

2005 في المادة/27 منها ان يبذل كل من مدير الاستثمار وأمين الاســتثمار عنايــة المهنــي الحريص اللازمة لذلك.

2- على أعضاء مجلس الإدارة في أول جلسه تعقد لمجلس الإدارة تقديم إقرار خطي بما يمتلك كل عضو وزوجته وأولاده القاصرين من أسهم في الشركة ، وأسماء الشركات التي يمتلكــون فيها أسهما على أن يتم تقديم أي تغيير يطرأ على هذه البيانات خلال خمسة عشر يومــا مــن تاريخ حدوث ذلك التغير، وأن يزود مراقب الشركات بهذا التغير خلال سبعة أيام من تاريخه.

3- على مجلس الإدارة أن يعد خلال مدة لا تزيد على ثلاثة أشهر من انتهاء الــسنة الماليــة حسابات الميزانية السنوية ، وبيان الأرباح والخسائر والتقرير السنوي لأعمال الــشركة للــسنة المالية المنتهية ، وأيضا تزويد مراقب الشركات بنسخه عنها قبل موعد اجتماع الهيئــة العامــة بواحد وعشرين يوما (المادة (140) من قانون الشركات).

4- على مجلس الإدارة توجية الدعوة للمساهمين لحضور اجتماع الهيئة العامــة فــي المكــان والزمان المحددين في نظام الشركة ، وإعداد جدول الأعمال الذي يعرض في الاجتمــاع الــذي يرفق في الدعوة الموجهة إلى كل مساهم لحضور الاجتماع مع تقرير مجلس الإدارة وميزانيــة الشركة وتقرير مدققي الحسابات (المادة 144 من قانون الشركات)

5- على مجلس الإدارة أن يعين مديراً عاماً للشركة ويحدد صلاحياته ومسؤولياتة (المادة 153 مــن قانون الشركات) ، (لمزيد من واجبات مجلس الإدارة بالتفصيل انظر مؤلف الأستاذ الدكتور أكرم ياملكي القانون التجاري الــشركات بوجه عام 2008 ص288) .

المحور الثاني :

الهيئة العامة لشركة الاستثمار المشترك

تمثل الهيئة العامة مجموع المساهمين في شركة الاستثمار المشترك ، وهي التي تختار مجلس الإدارة الذي يتولى إدارة الشركة لحساب الهيئة العامة وتحت رقابتها و التي تعين مدقق الحسابات وتصادق على حساب باقي الشركة ، ويعود إليها حق تعديل عقد الشركة ونظامها.

والهيئة العامة على ثلاثة أنواع:

1. الهيئة العامة الأولى للشركة.
2. الهيئة العامة العادية .
3. الهيئة العامة غير العادية.

والهيئة العامة الأولى هي التي تجتمع عند الانتهاء من إجراءات تأسيس الشركة وتختار مجلس الإدارة الأول ومدقق الحسابات.

وقد أحال المشرع الأردني في تنظيمه للهيئة العامة لشركة الاستثمار المشترك إلى القواعد العامة التي تحكم الشركة المساهمة العامة ، فيما عدا بعض الأحكام التي خص بها شركة الاستثمار المشترك والتي سيتم تناول كل منها في موضعه.

أولا: الهيئة العامة العادية:

تنعقد الهيئة العامة العادية مرة واحدة على الأقل في السنة المالية للشركة ، على أن يعقد الاجتماع خلال الأربعة أشهر التالية لانتهاء السنة المالية للشركة، لكن المشرع الأردني أورد نصا خاصا بشركة الاستثمار المشترك ذات رأس المال المتغير في المادة (2/209 الفقرة ج) لا يلتزم مجلس إداراتها بموجبه بدعوة الهيئة العامة إلى الانعقاد الا في السنوات التي يتوجب عليها انتخاب مجلس إدارة جديد ما لم ينص نظام الشركة على غير ذلك ، ويعلق جانب من الفقهاء

(سامي محمد فوزي المرجع السابق،ص581) أن هذا النص يبدو غريبا حيث إن القانون يوجب على الشركة المساهمة العامة أن تعقد اجتماعا سنويا للهيئة العامة تعرض فيه الميزانية وحساب الأرباح والخسائر ، ويرى أن مبرر وزارة الصناعة والتجارة هو أن الأمر الوحيد الذي يهم المساهم في مثل هذا النوع هو تشكيل مجلس الإدارة ، وبالتالي لا داعٍ لدعوة الهيئة العامة للاجتماع لأي سبب.

ويعلق الباحث على هذا الحكم بأن النص جاء جوازياً وليس وجوابيا ، لأنه قد ينص نظام الشركة على غير ذلك كدعوة الهيئة العامة إلى الاجتماع في كل سنه ، بدليل انه ورد فيه ما لم ينص النظام الأساسي على غير ذلك ، وبالتالي فإنه قد ينص النظام الأساسي للشركة على دعوة الهيئة العامة في كل سنة،(كذلك فإن هذا النص يمتد إلى الهيئة العامة غير العادية كونه أشار إلى الهيئة العامة دون تخصيص الهيئة العامة العادية أو غير العادية فيمتد النص إلى الهيئتين العادية وغير العادية ، بدليل نص (الفقرة 2/5 من م/209) على حق مجلس الإدارة في رفع أو تخفيض رأس مال الشركة ذات رأس المال المتغير دون دعوة الهيئة العامة إلى الانعقاد) .

وقد أشار قانون الشركات إلى الطريقة لدعوة الهيئة العامة العادية إلى الانعقاد ، وذلك بتوجيه مجلس الإدارة الدعوة إلى المساهمين لحضور اجتماع الهيئة العامة العادية ، على أن ترسل هذه الدعوة بالبريد قبل أربعة عشر يوما للانعقاد على الأقل(المادة144/أ من قانون الشركات) ويرفق بالدعوة جدول أعمال الهيئة العامة للانعقاد وحساب الأرباح والخسائر وتقرير مدقق الحسابات(المادة 144/ب من قانون الشركات) ، وأن يعلن عن الموعد في صحيفتين محليتين لمرة واحدة على الأقل وذلك قبل أربعة عشر يوما للانعقاد وأن يعلن عن الاجتماع في الأعلام الصوتي أو المرئي قبل ثلاثة أيام على الأكثر من التاريخ المحدد للانعقاد (المادة 145 من قانون الشركات) .

ويهدف المشرع من إرفاق جدول أعمال الهيئة العامة بالدعوة ، هو إعلام المساهم بالموضوعات التي سوف تعرض للمناقشة حتى يتمكن من دراستها ، وكذلك عدم مفاجأة مجلس الإدارة بطرح موضوع للمناقشة دون أن يكون مهيأ للرد عليه.

ويحق لعدد من المساهمين لا يقل عدد أصواتهم الممثلة في الاجتماع عن 10% من الأسهم الممثلة في الاجتماع طرح موضوع للمناقشة في الاجتماع (المادة 171/أ من قانون الشركات) ، ويشترط لصحة الاجتماع العادي أن يحضره نصف عدد أسهم الشركة ، فإذا لم يتوافر هذا العدد خلال ساعة من الموعد يؤجل الاجتماع إلى اجتماع ثان خلال عشرة أيام من تاريخ الاجتماع الأول ، ويعتبر الاجتماع الثاني صحيحا مهما حضر من عدد الأسهم الممثلة في الاجتماع (المادة 173/أ من قانون الشركات) ، ويشترط كذلك لصحة الاجتماع حضور مراقب الشركات وإلا يعتبر الاجتماع باطلا (المادة 177 من قانون الشركات) ، ويتولى مراقب الشركات تنفيذ الإجراءات الواجبة لعقد الاجتماع من حيث التأكد من عدد الأسهم الممثلة في الاجتماع ، وتصدر قرارات الاجتماع بالأغلبية المطلقة للأسهم الممثلة في الاجتماع ويكون لكل مساهم عدد من الأصوات يعادل عدد أسهمه (المادة 180 من قانون الشركات).

وعند مباشرة الاجتماع يتولى أحد المساهمين أو أحد موظفي الشركة كتابة محضر الوقائع للاجتماع والقرارات التي اتخذت فيه ، وكذلك يتولى عدد من المراقبين لا يقل عن اثنين جمع الأصوات وفرزها ويعلن مراقب الشركات عن النتائج التي يسفر عنها التصويت(المادة 181/أ من قانون الشركات).

ويدرج في محضر الاجتماع النصاب القانوني والمسائل التي عرضت للنقاش والقرارات التي اتخذت بشأنها وعدد الأصوات المؤيدة و المعارضة وتلك التي لم تظهر ، ويوقع المحضر رئيس

الاجتماع والمراقب والكاتب (المادة181/ب من قانون الشركات) ، ويحق لكل مساهم الحصول على نسخة من محضر الاجتماع إذا قدم لمراقب الشركات طلبا بذلك (المادة 181/ج من قانون الشركات).

والهيئة العامة باعتبارها الهيئة التي لها السلطة العليا في الشركة يدخل في اختصاصها كل ما يتعلق بالشركة وإدارتها ولا يحد من سلطاتها إلا نص القانون والنظام ، ويدخل في جدول الأعمال للهيئة العامة في اجتماعها السنوي ما يلي (المادة 171/أ من قانون الشركات) :

1. تلاوة وقائع الاجتماع العادي السابق للهيئة العامة.
2. تقرير مجلس الإدارة عن أعمال الشركة خلال السنة المالية والخطة المستقبلية لها.
3. تقرير مدقق الحسابات للشركة وميزانية حساباتها الختامية الأخرى وأحوالها وأوضاعها المالية.
4. الميزانية السنوية وحساب الأرباح والخسائر وتحديد الأرباح التي يقترح مجلس الإدارة توزيعها ، بما في ذلك الاحتياطات والمخصصات التي نص عليها القانون ونظام الشركة على اقتطاعها.
5. انتخاب مجلس إدارة جديد .
6. انتخاب مدقق حسابات للشركة للسنة المالية المقبلة وتحديد أتعابه أو تفويض مجلس الإدارة بتحديد تلك الأتعاب.
7. اقتراحات الاستدانة أو الرهن أو إعطاء الكفالات حسبما يقتضيه نظام الشركة .
8. أي موضوع آخر يدرجه مجلس الإدارة في جدول الأعمال .
9. أية أمور أخرى تقترح الهيئة العامة إدراجها في جدول الأعمال ، ويدخل في نطاق الاجتماع العادي على أن يقترن إدراج هذا الاقتراح بموافقة عدد من المساهمين يمثلون ما لا يقل عن 10% من الأسهم الممثلة في الاجتماع.

وتكون قرارات الهيئة العامة قابله للبطلان إذا صدر القرار مخالفا لأحكام القانون أو لعقد نظام الشركة ، كأن يصدر القرار دون توافر النصاب المطلوب لصحة الاجتماع.

ولا تسمع دعوى الطعن في بطلان قرارات الهيئة العامة بعد مضي ثلاثة أشهر على عقد الاجتماع الذي صدر فيه القرار ، مع ملاحظة أن الطعن في القرار لا يوقف تنفيذه إلا إذا قررت المحكمة خلاف ذلك(المادة 183/ب من قانون الشركات).

ثانيا :- الهيئة العامة غير العادية:

تنعقد الهيئة العامة غير العادية بدعوة من مجلس الإدارة ، أو بناء على طلب خطي يقدم إلى مجلس الإدارة من مساهمين يملكون ما لا يقل عن ربع أسهم الشركة المكتتب بها ، أو يملكون 15% من أسهم الشركة أصالة من أسهم الشركة المكتتب بها أو بطلب من مراقب الحسابات أو مراقب الشركات ، وتتم الدعوة خلال خمسة عشر يوما من تاريخ وصول الطلب إليه(المادة172/أ من قانون الشركات) ، فإذا تخلف المجلس عن الدعوة للاجتماع أو رفض الاستجابة للطلب يقوم مراقب الشركات بدعوة الهيئة العامة للاجتماع على نفقة الشركة ، وتوجه الدعوة بنفس الطريقة التي توجه بها الدعوة لاجتماع الهيئة العامة العادي (المادة 172/ب من قانون الشركات).

ونظرا لخطورة القرارات التي تصدر عن الهيئة العامة غير العادية فقد وضع المشرع إجراءات أشد من قرارات اجتماع الهيئة العامة العادي ، فاشترط نصاب يقتضي حضور مساهمين يمثلون أكثر من نصف أسهم الشركة المكتتب بها حتى يكون الاجتماع قانونيا وصحيحا ، فإذا لم يتوافر هذا النصاب خلال ساعة من موعد الاجتماع يؤجل الاجتماع إلى اجتماع ثان يعقد خلال عشرة أيام ، ويجب لصحة هذا الاجتماع الثاني حضور مساهمين يمثلون ما لا يقل عن 40% من أسهم

الشركة المكتتب بها ، وإذا لم يتوافر هذا النصاب في الاجتماع الثاني يلغى الاجتماع مهما كانت أسباب الدعوة (المادة 173/أ من قانون الشركات).

واستثنى المشرع من النصاب القانوني للهيئة العامة غير العادية إذا كان الاجتماع مخصصا لبحث إحدى حالتي تصفية الشركة واندماجها، فاشترط لصحة الاجتماع أن يحضره عدد من المساهمين يمثلون ثلثي أسهم الشركة المكتتب بها ، وتصدر القرارات في هذا الاجتماع غير العادي بأكثرية 75% من مجموع الأسهم الممثلة في الاجتماع(المادة 173/ب من قانون الشركات) ، ويطبق على نفاذ القرارات التي تصدر من الهيئة العامة غير العادية إجراءات الموافقة والتسجيل والنشر ، باستثناء القرار المتعلق بإقالة رئيس المجلس أو احد أعضائه أو القرار المتعلق بإصدار اسناد قروض قابلة للتحويل إلى أسهم (المادة/195/أ قانون الشركات الاردني).

والحكمة من هذا القيد هي رقابة وزارة الصناعة والتجارة على نشاط الشركة ، ويكون قرار الوزير بعدم الموافقة قابلا للطعن لدى محكمة العدل العليا(المادة 175/ب من قانون الشركات).

وكل ما يشترط لصحة اجتماع الهيئة العامة العادي يشترط أيضا لصحة اجتماع الهيئة العامة غير العادي ، من حضور مجلس الإدارة ومراقب الشركات ومدقق الحسابات وإشراف المراقب على إجراءات الاجتماع وتعيين كاتب يدون الوقائع وتسجيل هذه الوقائع مع القرارات في سجل خاص.

وللهيئة العامة غير العادية سلطات واسعة نص عليها المشرع الأردني في (المادة 175/أ من قانون الشركات) بالإضافة إلى صلاحيات الاجتماع العادي وهذه الصلاحيات هي:

1. تعديل عقد التأسيس ونظامها الأساسي.
2. دمج الشركة أو اندماجها

إلا أن المشرع أورد نصاً خاصاً بالقرار الصادر بشركة الاستثمار المشترك فيما يتعلق باندماج الشركة ، ومفاده أن المساهم في شركة الاستثمار المشترك ذات رأس المال المتغير الذي يعترض على اندماج الشركة بشركة أخرى ، لا يجوز له أن يطعن في قرار الاندماج لدى محكمة العدل العليا ، أنما يحق له استرداد أسهمه بسعر يمثل صافي قيمتها محسوبا بتاريخ الاسترداد وناقصا قيمة أية رسوم أو عمولات تحدد في النظام الأساسي للشركة (المادة 209 / الفقرة ب/4 من قانون الشركات) ، خلافا لما هو مقرر في الشركة المساهمة العامة من حق المساهم في الاعتراض على قرار الاندماج بالطعن لدى محكمة العدل العليا

3- تصفية الشركة وفسخها.

3. إقالة مجلس الإدارة أو رئيس مجلس الإدارة أو احد أعضائه.

4. بيع الشركة أو تملك شركة أخرى كليا .

5- زيادة رأس مال الشركة المصرح به أو تخفيض رأس المال ، وهنا أورد المشرع نصا خاصا كذلك في شركة الاستثمار بأنه يجيز لمجلس الإدارة وحده ، دون الحاجة إلى الحصول على موافقة الهيئة العامة لشركة الاستثمار المشترك ذات رأس المال المتغير ، رفع أو تخفيض رأسمالها المصرح به حسب ما يراه مجلس الإدارة مناسبا ، شريطة إبلاغ مراقب الشركات بذلك خلال عشرة أيام من تاريخ القرار بالرفع أو التخفيض ، في حين يشترط المشرع في حالة زيادة أو التخفيض رأس المال في الشركة المساهمة العامة صدور قرار من الهيئة العامة غير العادية بموافقة 75%من مجموع الأسهم الممثلة في الاجتماع(المادة /175 /ب من قانون الشركات)

6- إصدار أسناد القرض القابلة للتحويل إلى أسهم.

7- تمليك العاملين في الشركة لأسهم رأسمالها.

8- شراء الشركة لأسهمها وبيع تلك الأسهم وفقا لأحكام هذا القانون والتشريعات ذات العلاقة.

المحور الثالث :

العمليات المحظورة على شركة الاستثمار المشترك

قد يعجز المشرع عندما يضع القواعد المنظمة لنشاط شركة الاستثمار المشترك عن الإحاطة بجميع المسائل التي تعرض في مجال إدارة القيم المنقولة ، ثم إن تدخله بنصوص تفصيلية قد يقلل من قدرة المديرين على مواجهة ظروف السوق المالية ، فهي ظروف قابلة للتغيرمن يوم إلى آخر ومن لحظة إلى أخرى ، ومن أجل ذلك تكتفي بعض التشريعات بالنص على حظر بعض العمليات التي قدر لها تجاوز الغرض المحدد لشركات الاستثمار المشترك ، وفي جانب التزام المشرع الصمت عن بعض العمليات التي تثير الشك حول مشروعيه أو عدم مشروعية بعض الأعمال ، لذلك فإنه من الضروري وجود معيار للإدارة السليمة يمكن استخدامه في الحكم على شرعية بعض الأعمال.

ويقوم معيار الإدارة السليمة لحافظة القيم المنقولة على فكرة أنه يجب أن تكون إدارة شركة الاستثمار المشترك لهذه الحافظة كرب الأسرة الحريص على شؤون أسرته.

ويقتضي أن يخلو عمل إدارة شركة الاستثمار المشترك من ثلاث صفات ، وهي التمويل والسيطرة والمضاربة ، وتعتبر هذه الصفات الثلاث العناصر السلبية للإدارة السليمة في شركة الاستثمار المشترك.

وفيما يلي تفصيل عن هذه الأعمال الثلاثة التي يثور الشك حولها:

1- **أعمال التمويل:**

لقد ثار السؤال حول ما إذا كان يجوز لشركات الاستثمار المشترك إقراض الجماعات العامة أو الخاصة ، وقد أجاب الفقه عن هذا السؤال بأن العمل يكون داخلا في نطاق الإدارة العادية

لشركة الاستثمار المشترك إذا كان متمثلا في الاستثمار الطويل في القيم المنقولة (المصري حسني، المرجع السابق ص 173) ، لأنه هو النشاط الرئيس لعمل هذه الشركة.

وتخصص هذه الشركة لهذا النوع من الاستثمار من أموالها ما يسمى بالأموال المعدة للاستثمار، ويختلف الأمر بالنسبة للأموال الحرة التي تخصصها بهدف مواجهة تقلبات الأسعار في البورصة والإفادة من كل ما يطرأ عليها من تحسينات ، ويتفق الرأي في الفقه على أنه لا يجوز لشركة الاستثمار المشترك استخدام أموالها في تقديم قروض طويلة الأجل سواء أكانت هذه الأموال معدة للاستثمار أم من الأموال الحرة ، لأن تقديم هذه القروض لا يدخل في نطاق الإدارة العادية وإنما يدخل في نطاق التمويل . (- SEEN (J.): Les societes d,Investissement en Drot Francais et compare These Paris L.G.D.J. 1957page119 .)

وكذلك الأموال المعدة للاستثمار فإنها لا يجوز استخدامها في قروض قصيرة الأجل ، لأن هذه الأموال تخصص للاستثمار طويل الأجل .

ويثبت السؤال كذلك حول الأموال الحرة لشركة الاستثمار التي تخصصها شركة الاستثمار لمواجهة تقلبات الأسعار في استخدام هذه الأموال في قروض قصيرة الأجل ، هل هذا يدخل في نطاق إدارة حوافظ القيم المنقولة؟

حسب غرض شركة الاستثمار المشترك المتمثل بإدارة حافظة القيم المنقولة يمتنع على هذه الشركة استخدام الأموال في أي استثمار لا يرد على القيم المنقولة ، وبالتالي يمتنع على شركة الاستثمار المشترك استخدام أموالها الحرة في قروض قصيرة الأجل.

إلا أن جانبا من الفقه (Ravel ،المرجع السابق ص 98) يرى أنه لا مانع من استخدام شركة الاستثمار المشترك أموالها الحرة في تقديم القروض القصيرة الأجل ، لأن هذه الأموال مخصصة للإفادة من التحسينات التي تطرأ على تقلبات الأسعار في البورصة وان عدم تشغيلها يعني عدم الإفادة

منها ، وإن اللجوء إلى هذه القروض مشروط باستخدامها في أضيق الحدود لأنها علـــى ســـبيل الاستثناء واللجوء إليها يجب أن يكون مضمونا بالحصول على الضمانات اللازمة للوفاء بها في مواعيد استحقاقها.

ويرى جانب أخر من الفقه (عبد الله نهال فتحي المرجع الـسابق ص 71) أن شركة الاستثمار لا تمنع مـــن تمويل الأنشطة الصناعية والتجارية ، وإنما تستطيع تمويل المشاريع التجارية والصناعية ويكون ذلك ثانويا لنشاطها وفي نطاق محدود لا يجرها إلى القيام بأعمـــال التمويـــل ، أي أن شـــركة الاستثمار المشترك تستطيع تقديم القروض كما في القروض الصادرة عن الدولة أو المشروعات العامة والخاصة ويعتبر ذلك عملا داخلا في نطاق الإدارة السليمة لغرض شـــركة الاســـتثمار المشترك حتى وإن كان هذا الغرض هو الاستثمار الطويل الأجل للقيم المنقولة.

وبالرجوع الى قانون الأوراق المالية الأردني رقم/76 لـــسنة2002 او تعليمـــات الاســـتثمار المشترك رقم /2 لسنة 1999 الأردني لم يجد الباحث أي نص يتعلق بـــالحظر علـــى أعمـــال التمويل او الحظر على شركة الاستثمار المشترك من عمليات الاقراض ، وهذا نقص تشريعي يتمنى الباحث على المشرع الأردني أن يتنبه الية ، وأن ينص بالنص الصريح والواضح علـــى منع شركة الاستثمار المشترك من عمليات التمويل او اقراض الجماعـــات الأخـــرى ، كـــذلك بالرجوع الى أحكام قانون رقم /95 لسنة 1992 قانون سوق رأس المال المـــصري لـــم يجـــد الباحث الى ما يشير الى المنع والحظر من عمليات التمويل أو اقراض الجماعات الأخرى.

2- **أعمال السيطرة:**

وفقا لمبدأ توزيع المخاطر فإن شركة الاستثمار المشترك تلتزم بعدم تجاوز نسبة أسهامها حـــداً معينا في المشروع الواحد من رأسمالها ، وهذا ما يميز شركة الاستثمار المشترك عن الـــشركة القابضة التي تهدف إلى السيطرة على المشروعات عن طريق مساحتها الكبيرة من رأســـماله ،

لذلك فإن كثيرا من المشرعين ومنهم المشرع الفرنسي عملوا على إصدار قواعد لا تسمح لشركة الاستثمار بالتمتع بأكثر من 10% من حق التصويت في الشركات التي تسهم فيها ، على الرغم من اتجاه البعض إلى أن هذه النسبة الكبيرة تسمح بسيطرة شركة الاستثمار المشترك على الشركات التي تسهم فيها الإدارة ، الأمر الذي يقضي بتخفيض هذه النسبة بالمقارنة مع رؤوس الأموال الضخمة لبعض الشركات (Seen المرجع السابق ص100).

إن شركة الاستثمار المشترك تنشأ كوسيط بين المستثمر وسوق القيم المنقولة تهدف إلى تحقيق استثمار آمن ومغل للربح ، مما يستلزم الامتناع عن كل ما من شأنه أن يعرقل بلوغها هذه الغاية ، ومن ثم يتعين عليها الامتناع عن السيطرة على الشركات التي تمتلك أسهمها لأن امتلاكها لعدد كبير من أسهم الشركات يهدف إلى السيطرة ، الأمر الذي يتعارض مع مبدأ تقسيم المخاطر وتوزيعها.

وانطلاقا من هذا المفهوم فإن القوانين المنظمة لشركات الاستثمار المشترك تقرر وضع حدود قصوى لاستثمارات هذه الشركة على نحو يمنع مباشرة عمليات السيطرة على تلك الشركات التي تسهم فيها.

أما موقف المشرع الأردني، فقد نص في المادة / 32 الفقرة (ج)من تعليمات الاستثمار المشترك رقم /2 لسنة1999 بأنه يحظر على شركة الاستثمار المشترك بان تسهم بأكثر من 10% من الأوراق المالية الصادرة عن مصدر واحد ، كذلك نص في الفقرة (أ) من نفس المادة بالحظر على هذه الشركة ان تستثمر ما يزيد على 5% من قيمة موجوداتها في أوراق مالية صادرة عن مصدر واحد ، باستثناء الاوراق المالية الصادرة عن الحكومة او البنك المركزي او المكفولة من أي منهما ، وهذه دلاله واضحة على نية المشرع بأن الشركة لا يجوز لها أن تسيطر على شركات أخرى والخروج عن غرضها الذي أنشئت من اجله وذلك حماية لأموال المستثمرين.

اما بالنسبة الى موقف المشرع المصري وبالرجوع الى أحكام القانون رقم /95 لسنة 1992 قانون سوق رأس المال ، فقد جاء خاليا من تنظيم الحظر من عمليات السيطرة ، او تحديد نسبة معينة من رأس مال الشركة التي تعمل وفق أحكام هذا القانون ، وهذا يعني أن هذه الشركة قد تستثمر أموالها بالنسب الى تراها الإدارة ، وفي هذا خطر على أموال المستثمرين وتهديد أموالهم للضياع .

أما القانون الفرنسي لسنة 1988 تنظيات الاستثمار المشترك الخاص بشركات الاستثمار ، فقد منع هذه الشركة من استثمار أكثر من ما نسبته 10% من الأسهم الصادرة عن نفس الشركة.

ووفقا لهذا القانون الفرنسي فان الشركة تعد مسيطرة على أخرى في الحالات التالية:

1. إذا كانت تحوز على نحو مباشر أو غير مباشر جزءا من رأس المال يمنحها غالبية حقوق التصويت في الجمعية العامة لهذه الشركة.
2. إذا كانت تمتلك وحدها غالبية حقوق التصويت في هذه الشركة ، وذلك بموجب اتفاق أبرمته مع شركاء أو مساهمين آخرين وكان هذا الاتفاق غير متعارض مع مصلحة الشركة.
3. إذا كانت تحدد بالفعل مصير القرارات العمومية لهذه الشركة وذلك من خلال حقوق التصويت التي تتمتع بها.
4. إذا كان هناك اثنان أو أكثر من الأشخاص الذين يتصرفون معا فإنهم يعتبرون مسيطرين على الشركة إذا كانوا يحددون بالفعل قراراتها المتخذة داخل هيئتها العامة.

3- **أعمال المضاربة:**

تقتضي الإدارة السليمة للقيم المنقولة تجنب كل عمل يطغى عليه طابع غير آمن ومشكوك فيه، فالهدف الذي يهدف إليه المستثمر هو تحقيق الأمن والربح لاستثماره ،وهو ما يقتضي الابتعاد

عن مواقع الخطر، لذلك يتعين على القائمين على إدارة شركة الاستثمار المشترك الامتناع عن عمليات المضاربة التي لا تتوافق مع نشاطها والغرض من إنشائها.

فالمضاربة هي النية لتحقيق الربح في نطاق أسواق المال عن طريق البيع أو الشراء التي تجري في الوقت الذي يتوقع فيه ارتفاع الأسعار أو انخفاضها تأسيسا على قواعد العرض والطلب في السوق ، فالمضارب يتوقع ارتفاع اسعار نوع معين من القيم المنقولة فيقوم بالبيع في ارتفاع الأسعار والشراء في حالة انخفاض الأسعار ، فالمضاربة تؤسس على التنبؤ باحتمالات الربح والخسارة واحتمالات ارتفاع وانخفاض الأسعار ، ولهذا يمكن التمييز بين المستثمر والمضارب. فالمستثمر هو الذي يقتني الأوراق المالية ويهدف إلى الحصول على ما تحققه تلك الأوراق من عائد ، إذ يتعلق الأمر باستثمار طويل الأجل للأوراق المستثمرة ، بعكس المضارب الذي يباشر في شرائه للأوراق أملاً في ربح تحققه فروق الأسعار ، فما يهم المضارب هو المكاسب الناجمة عن ارتفاع القيم السوقية للورقة المالية.

والمضاربة قد تكون مشروعه أو غير مشروعه ، ومن صور المضاربة المشروعة شراء شركة الاستثمار المشترك أوراقا ماليه بسعر معين ودرجها في محافظها آملة في ارتفاع سعرها فتقوم ببيعها ، وهذا العمل لا يتعارض مع معيار الإدارة السليمة لعمل هذه الشركة لأنه يدخل في نطاق الغرض الذي أنشئت من أجله.

أما المضاربة غير المشروعة فهي فكرة تسيطر على المضارب وتجعل قراراته مبنية على الرغبة في تحقيق اكبر ربح ممكن في أسرع وقت اعتمادا على ظروف معينه ، وهذه الفكرة تعرض المضارب إلى مخاطر جسيمة ، وتتعارض مع الغرض الذي أنشئت شركة الاستثمار المشترك من أجله إذ تؤدي إلى تعريض المدخرات التي يقدمها المستثمرون إلى الضياع وعدم

تحقيق عائد آمن و متزن ومستقر - (SERVIEN (L.) :Societes d,Investissement ou Fonds de Placement ,Nouvelle Formule de L,Epargene, Lausanne ,1969 page55).

كذلك الاقتراض ، فإذا قامت شركة الاستثمار المشترك بالحصول على قرض مقابل فائدة بسيطة والإفادة من شراء الأوراق المالية بأسعار منخفضة بغرض تصريفها وتحقيق الربح ، في مثـــل هذه الحالة فإن هذا العمل لا يتعارض مع الإدارة الـــسليمة وتـــسمى عمليـــه الاقتـــراض هـــذه (القروض المعقودة لأغراض التضخم)(Faffa ،المرجع السابق ص20).

لكن أحيانا قد يحدث العكس ، عندما تكون الفائدة على القرض كبيرة نسبيا وتقوم الشركة بشراء أوراق رديئة أو تنخفض أسعار البورصة ولا تتمكن من تصريف هذه الأوراق ، فتتكدس فـــي محافظها ولا تستطيع بيعها ، ففي مثل هذه الحالة تقوم الشركة بإعادة مبلغ القرض وسعر الفائدة من الأموال الخاصة للشركة المحصلة من مدخرات المستثمرين أو الأرباح المتحققة للشركة من سنوات سابقه (Revael ، المرجع السابق ص53).

لذلك فإن أحد الشراح يرى ، أن اقتراض الشركة من الغير لا يدخل في نطاق الإدارة الـــسليمة لحافظة الأوراق المالية إذا كان مطبوعا بطابع المضاربة غير المشروعة باكتساب أوراق رديئة أو أوراق شركات جديدة ، أو إذا كان القرض ضخما أو لفترة طويلة الأجل (Hamel ، المرجع السابق ص17)

أما إذا كانت المضاربة على شكل قروض متواضعة قصيرة الأجل تحـــصل عليهـــا الـــشركة بغرض توفير سيوله تستخدمها في شراء أوراق جيده تبشر بأرباح جيدة ، فإن هذه المـــضاربة تدخل في نطاق الإدارة السليمة (عبد الله نهال فتحي المرجع السابق ص 127)

لذلك لم تتردد كثير من التشريعات في إعطاء صفة مشروعية القروض ولكن بشروط معينـــه ، مثل التشريع الفرنسي الذي قيدها بألا تتجاوز نسبة القرض 10% من أصول الشركة (عبدالله نهـــال فتحي المرجع السابق ص127)

وبالرجوع إلى موقف المشرع الأردني من عمليات الاقتراض يجد الباحث أنه قد أجاز مشروعية اقتراض شركة الاستثمار المشترك وذلك في المادة 32 الفقرة /ب من تعليمات الاستثمار المشترك لسنة 1999 بقوله "يحظر على شركة الاستثمار المشترك أن تقترض ما يزيد على 10% من قيمة موجودات الشركة" .

وهذا يؤكد أن المشرع الأردني قد أجاز اقتراض الشركة ولكن بنسبة 10% فقط من قيمة موجودات الشركة ، و يتمنى الباحث على المشرع أن ينص على وجوب سداد القرض مع الفائدة خلال فترة معينه كستة أشهر على الأكثر كما فعل المشرع الأمريكي بان سمح بالاقتراض ما نسبته 5% من أصول الشركة وأوجب سداد القرض مع فائدته خلال ستين يوما من تاريخ القرض (Seen ،المرجع السابق ص92).

ومن هنا يتعين على إدارة شركة الاستثمار المشترك إتباع القواعد التي تحكم هذا النشاط و الامتناع عن عمليات المضاربة التي تعرض أموال المستثمرين إلى الخطر ، وذلك لتحقيق غاية هذه الشركة وهي إنجاز استثمار آمن ومنتج للربح.

اما بالنسبة الى موقف التشريع المصري فقد جاء قانون سوق رأس المال رقم /95 لسنة1992 خالياً من الحظر على أعمال التمويل ، وهذا يعني أنة بمقدور إدارة الشركة التي تعمل في ظل هذا القانون على تمويل المشروعات التجارية والصناعية ، مما يضر بأموال المستثمرين وتعرضها إلى الخطر.

وهناك عمليات أخرى يحظر على شركة الاستثمار المشترك القيام بها نصت عليها معظم التشريعات الغربية منها القانون الفرنسي،وهذه العمليات هي :

1-حظر تأسيس شركات وليدة واكتساب أوراقها.

2- حظر شراء العقارات.

3-حظر اكتساب أوراق الشركات تحت التصفية أوفي حالة الإفلاس .

4- حظر القيام بعمليات البيع المكشوف.

5- حظر اكتساب الأوراق التي لا يوجد لها سوق للتعامل بها .

كل هذه العمليات تهدف إلى الحيلولة دون التعرض لأخطار اقتصاديه قد تكبد الشركة خسائر فادحه، ولأنها تعرض أموال المستثمرين إلى الاخطار .

وبالرجوع إلى المشرع الأردني يلحظ الباحث عدم وجود نص على حظر هذه العمليات باستثناء حظر القيام بعمليات البيع على المكشوف ، ويتمنى الباحث على المشرع الأردني أن يحظر بالنص الواضح والصريح القيام بهذه العمليات ، لما في هذه العمليات من الخروج عن الغرض الوظيفي لعمل هذه الشركة، ولما لها من أهميه في حماية أموال المستثمرين من أخطار اقتصاديه أو مالية قد تتعرض لها الشركة.

المحور الرابع:

نشاطات شركة الاستثمار المشترك

كما مر في البحث سابقاً ، إن شركة الاستثمار المشترك يتمثل غرضها الوحيد في تكوين وإدارة حافظة قيم منقولة ومن مصلحة المستثمرين أن لا تتجاوز إدارة هذه الشركة هذه الغاية، لذلك فقد نصت التشريعات التي تناولت هذه الشركة على تحديد غرض الشركة في تشريعاتها بحيث يفرض ويرسم غرض شركة الاستثمار المشترك حدود نشاطها ، فيقع عليها التزام إيجابي وهو القيام بإدارة حافظة قيم منقولة ، والتزام سلبي يحظر عليها القيام بعمليات التمويل والسيطرة

والمضاربة ، وهذه العمليات يكون منصوصا عليها إما بنص القانون أو بنظام الشركة لأنها لا تدخل في مفهوم الإدارة السلبية لحافظة القيم المنقولة.

ويدور الحديث في هذا المحور في موضوعين وهما أساليب إدارة حافظة القيم المنقولة في شركة الاستثمار المشترك ، والمبادئ التي تقوم عليها شركة الاستثمار المشترك

أولا :أساليب إدارة شركة الاستثمار المشترك

يتوقف مدى نجاح شركة الاستثمار المشترك على حسن اختيارها لأسلوب إدارة حوافظ قيمها المنقولة ، ولمعرفة أنسب الأساليب يجب التفرقة بين أسلوبين هما أسلوب الإدارة المباشرة والإدارة غير المباشرة من جهة ، وبين وأسلوب الإدارة المرنة وغير المرنة من جهة أخرى.

1 – الإدارة المباشرة وغير المباشرة:

يقصد بالإدارة المباشرة لحافظة القيم المنقولة أن تتولى شركة الاستثمار المشترك إدارة الحوافظ بنفسها، بينما يقصد بالإدارة غير المباشرة أن تتولى إدارة حافظة شركة الاستثمار المشترك جهة أخرى تتخصص في استثمارات القيم المنقولة كالبنوك والوسطاء وسماسرة الأوراق المالية وذلك مقابل أجر متفق عليه، ويقوم هؤلاء بعملهم لقاء مكافآت تحدد أحيانا بنسب من رأس المال أو بنسبة مئوية من زيادة القيمة التي تحققها الحافظة (Ravel ، المرجع السابق ص 49).

وقد وجهت عدة مآخذ إلى الإدارة غير المباشرة ، وهي أن إدارة الحافظة بطريقة غير مباشرة أحيانا تكون موجهه إلى مصلحة الجهة المديرة على حساب مصلحة المستثمرين في شركة الاستثمار المشترك ، إذ يحمل هذه الشركة أعباء مالية كبيرة قد لا تتحملها فيما لو قررت الشركة إدارة الحافظة بنفسها، كما أن أسلوب الإدارة غير المباشر قد يسمح لشركة واحدة أن تتولى إدارة العديد من حوافظ القيم المنقولة لعدة شركات استثمار مشترك ، وهو ما يتيح لها

شراء نسبة كبيرة من أوراق الشركات المصدرة للأوراق المالية ليكون ذلك سبيلا للسيطرة عليها (Seen ،المرجع السابق ص101) .

ويشير البعض (Hamel ، المرجع السابق ص33) إلى أن تفضيل أسلوب الإدارة المباشرة علـــى الإدارة غير المباشرة يتوقف على رأس مال شركة الاستثمار المشترك ، فإذا كانت هذه الشركة تمتلــك رأس مال كبير فلا تظهر جدوى لأسلوب الإدارة المباشرة بالنسبة لها ، إذ يسمح لها رأس مالها بتوفير مكاتب فنية وأقسام للدراسات الاقتصادية والمالية التي تقوم بتقديم المعلومـــات الدقيقـــة اللازمة للتوزيع القانوني والاقتصادي والجغرافي للمخاطر ، وإن هذه الـــشركات هـــي التـــي تستطيع توزيع مصروفات الإدارة على رأس المال الضخم مما يسفر عن انخفاض المصروفات بالنسبة لرأس المال ، على عكس الشركات المتوسطة رأس المال إذ يكون من الأفضل لهـــا أن تلجأ إلى جهة متخصصة لإدارة حوافظها.

وقد ثار خلاف حول نشر مكونات حوافظ القيم المنقولة من قبل شركات الاســـتثمار المـــشترك ونتائج إدارتها لها ، فقد اتجه البعض إلى انه يجب أن تكون شركة الاستثمار المشترك بيوتاً من زجاج تنشر نتاج إدارة حوافظها بحيث يمكن معرفة ما تحتويه من أوراق مالية وما يتصل بهـــا بشأن حركة الاستثمار ، فالمستثمر يكون بمقدوره معرفة عدد القيم المدرجة في الحافظـــة ممـــا يتيح رقابة فعالة على تصرفات القائمين بالإدارة فلا يهدفون إلا لصالح مقدمي رؤوس الأمـــوال (Seen ، المرجع السابق ص101) وعلى العكس يرى آخر أن نشر مكونات حافظة القيم المنقولة لشركة الاستثمار المشترك لا يحقق سوى فائدة ضئيلة نسبياً بالقياس إلى ما يجره من عواقب سيئة على شركة الاستثمار المشترك ، لان حافظة القيم المنقولة تتغير بشكل مستمر فلا تعكـــس البيانـــات المنشورة بدقة الوضع الحالي لشركة الاستثمار المشترك ، إضافة إلى أن نشر مكونات الحافظة يعني إذاعة معلومات شركة الاستثمار المشترك التي قد يستفيد منها منافسو هذه الشركة بغير أن

يتكبدوا مصروفات وجهـــداً -(LANDER (j.)Une Formule Moderne de Placement des Capitaux, les Investment Turst , Receuil sirey, Paris 1959 page 183).

2- الإدارة الجامدة والإدارة المرنة:

تتوقف درجة مرونة إدارة حوافظ شركة الاستثمار المشترك على نوع تكـــوين هـــذه الحـــوافظ وتوجد ثلاثة أنواع للحوافظ هي:

- **الحوافظ ذات التكوين الثابت.**
- **الحوافظ ذات التكوين شبه الثابت.**
- **الحوافظ ذات التكوين المرن.**

أ – الحوافظ ذات التكوين الثابت:

يقصد بها تلك الحوافظ التي تخضع في تكوينها إلى قواعد ثابتة ويتحدد تكوين الحافظة في هذه الشركة أثناء تأسيسها عن طريق الهيئة العامة التأسيسية ، وتصادق هذه الهيئـــة علـــى قائمـــة الأوراق المالية التي يتم اختيارها لتكوين حافظة الشركة منها ، وتعتبر هذه القائمة جـــزءاً مـــن نظام الشركة ولا يجوز تعديل هذه القائمة إلا بموافقة الهيئة العامة غيرالعاديـــة (Ravel ،المرجـــع السابق ص20) بهذا الأسلوب يفقد مديرو الشركة حريتهم في إدارة الحافظة ويجعلهم مقيدين بالقائمة المحددة في نظام الشركة ، مما يعرض الشركة إلى نتائج خطيرة من هذه النتائج أن المديرين إذا ما تأكدوا من عدم متانة المركز الاقتصادي للشركة المصدرة لـــلأوراق فـــإنهم لا يـــستطيعون التخلص منها ، فيجدون أنفسهم مضطرين في حالة الأزمات الاقتصادية إلـــى التـــصرف فـــي الأوراق بأسعار متدنية حتى لو كانت الشركة في وضع مالي جيد ، كذلك لا يـــستطيعون إدراج الأوراق في حافظتهم حتى تدر أرباحا جيدة طالما لم تكن هذه الأوراق مدرجـــة فـــي القائمـــة

المحددة سلفاً في نظام الشركة - (fian gael:Investment Trust ,Invetment Companies et societe d,Investissement , Revue Banque 1949 page757

ب – الحوافظ ذات التكوين شبه الثابت:

وهي الحوافظ التي تكون أقل جموداً من الحوافظ ذات التكوين الثابت ، ووفقاً لهذه الحوافظ فأنه يجوز لمديري شركة الاستثمار المشترك اختيار بعض الأوراق التي تتكون منها الحافظة من بين الأوراق التي تتضمنها القائمة المعدة سلفاً في نظام الشركة ، بمعنى أن إدارة الشركة غير مجبرة على أختيار جميع الأوراق الوارد ذكرها في القائمة ، إلا انه إذا قام المديرون ببيع ورقة من الأوراق فإنهم مجبرون على شراء ورقة من الأوراق الوارد ذكرها في القائمة (Fain ،المرجع السابق ص757) وعلى الرغم من تخفيف درجة الجمود في هذه الحوافظ إلا ان ذلك يثير بعض العقبات التي تقيد حرية المديرين في إدارة الحوافظ ، لأنه يلزمهم باستخدام عوائد البيوع كاملا في شراء الأوراق تحل محل الأوراق المباعة وذلك في مدة قصيرة جداً ، ويؤدي هذا إلى نتائج سيئة ويجبر المديرين على إبرام الصفقات وهم في عجلة فلا يحسنون انتخاب الأوراق البديلة (Fain ،المرجع السابق ص757).

ج– الحوافظ ذات التكوين المرن:

وفقاً لهذه الحوافظ يجوز لإدارة شركة الاستثمار المشترك اختيار الأوراق التي تتكون منها الحافظة من بين الأوراق المدرجة في قائمة أصلية وتشمل هذه القائمة الأوراق التي يجوز إدراجها في الحافظة ، وقائمة أخرى فرعية وتشمل الأوراق التي يجوز إدراجها في القائمة الأصلية وذلك بشروط معينة ، وتتميز القائمتان بكثرة الأوراق المدرجة مما يتيح حرية

المديرين في اختيار الأوراق التي يتم إدراجها في الحافظة بسهولة ويسر كلما تطلبت الظـــروف ذلك (Fain ، المرجع الـسابق ص758) ، ويتفق الجميع على انه من الأفــضل لــشركة الاســتثمار المشترك اعتناق أسلوب الحوافظ ذات التكوين المرن نظرا لما يوفره ذلك لها من حرية للإدارة تسمح لها بمواجهة ما يستجد من ظروف اقتصادية ومالية في البورصة خاصة ، وان العمل بهذا الأسلوب قد أصبح مقيداً بنصوص قانونية ، تضمن سلامة تحديد المخاطر وتقسيمها وتوزيعهــا كالتي اتبعها مديرو شركة الاستثمار التي أثبتت نجاحها فــي إدارة الحــوافظ لهــذه الــشركة.

(SENARD OLIVIER: Les organs de placement collectif en valeurs mobilieres paris 1974 page95).

أما موقف المشرع الأردني من إتباع أي أسلوب من هذه الأساليب في إدارة شــركة الاســتثمار المشترك ، فيجد الباحث انه اختار أسلوب الإدارة غير المباشرة بدليل نص المــادة/ 209 مــن قانون الشركات المتعلقة بشركة الاستثمار المشترك والتي تنص على انه يجب أن يتضمن عقــد تأسيس الشركة اسم مستشار استثماري مرخص له حسب القوانين يقوم بإدارة الــشركة ،كــذلك وبالرجوع إلى تعليمات الاستثمار المشترك لسنة 1999 في نص المادة / 6 الفقرة (ج) والتــي تقول بأنه تتم إدارة استثمارات الشركة من قبل مدير استثمار تحــت رقابــة وإشــراف أمــين الاستثمار يتعاقد معهما مجلس الإدارة، وكذلك نص المادة /24 الفقرة ب من التعليمــات التــي تنص على انه على الشركة أن تعين مستشارا اســتثماريا مرخــصا كمــدير اســتثمار لإدارة استثمارات الشركة ويمارس الأعمال الموكلة إليه وفق الأنظمة والقوانين.

بالتمعن في هذه المواد ، يجد الباحث أن شركة الاستثمار المشترك مجبرة على إتبــاع أســلوب الإدارة غير المباشرة، ويبدو أن المشرع هدف من إتبــاع هــذا الأســلوب أن يعهــد بــإدارة استثمارات شركة الاستثمار المشترك إلى جهة متخصصة لها من الخبرة والكفاءة فــي مجــال

الاستثمار في القيم المنقولة ، مما يمكنها من اختيار الوقت المناسب في شـــراء وبيـــع الأوراق المالية، ومما يجعلها تحقق العائد الآمن والمستقر لاستثمارات أموال المستثمرين.

أما فيما يتعلق بموقف المشرع الأردني من إتباع أي من أسلوبي الإدارة الجامدة أو المرنة فلـــم يجد الباحث ما يشير إلى إتباع أي أسلوب ، ولكن بالرجوع إلى نص المادة /13 من التعليمـــات الفقرة (ط) منها والتي تشير إلى انه يجب أن يتضمن النظام الأساسي للشركة أســـس ومعـــايير تنويع الاستثمارات، فإن ذلك يعني أن المشرع ترك أمر اختيار الأوراق المالية الواجب علـــى هذه الشركة إدراجها في حوافظها إلى إدارة الشركة ، مع وجود رقابة من هيئة الأوراق المالية وذلك بإعطائها الحق في طلب توضيح أية معلومات واردة في النظام الأساسي وهذا ما أكدتـــه المادة /15 من التعليمات وذلك حماية لأموال المستثمرين.

أما موقف المشرع المصري ، ومن خلال مراجعة نصوص قانون سوق رقم /95 لـــسنة1992 قانون سوق رأس المال ، فلم يجد الباحث الى ما يشير إلى اتباع أسلوب الادارة غير المباشرة ، وذلك من خلال جهة متخصصة بأعمال الاسواق المالية ، ومما يؤكد هذا القول ضرورة تـــوافر الخبرة والكفاءة في أعمال البورصة وأسواق رأس المال في أعضاء مجلـــس الإدارة وعـــضو المجلس المنتدب من قبل هيئة سوق رأس المال المصري وكذلك بالنسبة الى مدير الشركة.

ثانيا: المبادئ التي تقوم عليها شركة الاستثمار المشترك

تقوم شركة الاستثمار المشترك على مبدأين هما:

مبدأ تحديد المخاطر (انتخاب الأوراق) ومبدأ توزيع المخاطر (تقسيم)المخاطر.

1- **مبدأ تحديد المخاطر (انتخاب الأوراق)**

مضمون المبدأ:

يقصد بتحديد المخاطر: تحديد القيم المنقولة التي يجوز لشركة الاستثمار المشترك توظيف أموالها فيها وإدراجها في حوافظها (د. المصري حسني، شركات الاستثمار ص 150).

والحكمة من هذا التحديد هي قيد يفرض على المديرين الالتزام باختيار القيم المنقولة التي يدرجونها في الحوافظ ، والهدف من هذا الالتزام هو حماية مصالح المساهمين وتحقيق الأمن لمدخراتهم باختيار الأوراق الجيدة والابتعاد عن الأوراق الرديئة ، ويطلق تعبير آخر على تحديد المخاطر اسم انتخاب الأوراق ، ويقصد به أن الأوراق التي تتكون منها حافظة القيم المنقولة لشركة الاستثمار المشترك يجب أن لا تكون محلاً للاختيار العشوائي من جانب مديرالاستثمار تحت اشراف امين الاستثمار، بل للأختيارالواعي والالتزام والحرص والحذر في أختيار القيم المنقولة (د. المصري حسني، المرجع السابق- ص 191).

تطبيق المبدأ:

وفقاً للقانون الفرنسي يجب تكوين حوافظ القيم المنقولة لشركة الاستثمار المشترك من ثلاث فئات من الأوراق وهي:

- الأوراق ذات الإصدار العام.
- الأوراق المقيدة في جدول الأسعار الرسمي (البورصة).
- الأوراق الصادرة عن الشركات التي وضعت على الأقل ثلاث ميزانيات سنوية معتمدة من الهيئة العامة.

لذلك درجت بعض التشريعات على تحديد هذه الفئات وتحديد حرية والتزام مدير الاستثمار في اختيار القيم المنقولة المدرجة في حوافظ هذه الشركة ، مثل التشريع الأمريكي والفرنسي

(المصري حسني ، المرجع الـسابق ص150) ، ويرى أحد الشراح أن هذا التحديد والإلزام على المديرين لا يعني استخدام خبراتهم في أختيار الصكوك ، لما لهم من خبره وتحديد نسب متفاوتة للاستثمار في كل شركة وتوزيع الاستثمارعلى العائد الثابت والمتغير (Seen،المرجع السابق ص95) وبـالرجوع إلى أحكام هذه الشركة في القانون الأردني نجد أن الفقرة /ط المادة /13 من تعليمات الاستثمار المشترك قد نصت على أسس وتنويع استثمارات الشركة.

ويستخلص من نص هذه الفقرة أن المشرع الأردني أخذ بأسلوب تنويع الاستثمار فـي الأوراق المالية ، تاركا أمر اختيار الأوراق المالية الواجب على هذه الشركة إدراجها في حوافظها إلـى إدارة الشركة مع وجود رقابه من هيئة الأوراق المالية ، وذلك بإعطائها الحق في طلب توضيح أي معلومات واردة في النظام الأساسي، وهذا ما أكدته المادة/ 15 من التعليمات وذلك حمايـة لأموال المستثمرين.

أما المشرع المصري كما مر سابقا لم يتضمن القانون رقم /95 لسنة1992 قانون سـوق رأس المال مبدأ انتخاب الاوراق المالية ، وبالتالي فإن إدارة هذه الشركة تكون حـرة فـي اختيـار الاوراق المالية التي تتضمن حافظتها.

2- مبدأ توزيع (تقسيم)المخاطر:

<u>مضمون المبدأ</u>: إن الحكمة في الاستثمار تقتضي عدم التركيز على نوع واحد من الاسـتثمار، فمن الضروري تقسيم أموال الاستثمار بين مختلف فروع النشاط الاقتصادي ، حتى إذا باء أي فرع منها بالكساد أمكن التعويض في نشاط أو اقتصاد آخر ، الأمر الذي يـؤدي الـى تقليـل الخسارة وزيادة فرص الكسب.

وتدل النتائج المستخلصة من التجارب العملية خاصة بعد الأزمة المالية العالمية في عام 1929 على أهمية شركات الاستثمار المشترك ، فهي الشركات التي تـوفر ضـمانات جديـة للأمـن

الاقتصادي لأنها لا تخصص لشراء كل قيمة من القيم المنقولة المدرجة في حوافظها إلا جزءا من رأس مالها وهذا ما يعبر عنه بتقسيم المخاطر، فالمدخر العادي لا يستطيع تقسيم أمواله المتواضعة على العديد من المشروعات ، إضافة إلى افتقاره إلى الخبرة والدراية الذي يجعله غير قادر على المفاضلة بين المشروعات وتقسيم المخاطر، الأمر الذي يدفعه إلى اللجوء إلى شركات الاستثمار المشترك بفضل ما تتمتع به هذه الشركات من رؤوس أموال ضخمة وما يتمتع به مدير الاستثمار في تقسيم المخاطرعلى عدد من المشروعات لتقليل احتمالات الخسارة بأكبر درجة ممكنة ، وإذا كانت الحكمة التي نادى بها الفقه بعدم جعل البيض كله في سلة واحدة ، أو أن المستثمرالفرد لا يستطيع جعل بيضة واحدة في عدة سلال فإن شركة الاستثمار المشترك تجعله قادرا على وضع البيضة الواحدة في عدة سلال. (Seenا ، لمرجع السابق ص4).

وتقسم المخاطر بعدة صور وهي

أ- التوزيع (التقسيم) الاقتصادي للمخاطر

ب- التوزيع (التقسيم)القانوني للمخاطر

ج- التوزيع (التقسيم) الجغرافي للمخاطر

ولكن ما هي هذه الصور وما موقف التشريعات الغربية منها وما هو موقف التشريع الأردني منها ؟

أ- التوزيع الاقتصادي للمخاطر

يقصد بالتوزيع الاقتصادي للمخاطر توزيع استثمارات شركة الاستثمار المشترك على قطاعات مختلفة من النشاط الاقتصادي سواء أكان هذا النشاط اقتصاديا أم زراعيا أم عقاريا أم ماليا، بغرض تفادي النتائج السلبية لتركيز الاستثمار في قطاع اقتصادي واحد ، وقد جرى العمل في شركات الاستثمار على توزيع استثماراتها على عدد كبير من القطاعات الاقتصادية لضمان

تحقيق تنويع واسع لحوافظ القيم المنقولة ، وترجع أهمية التوزيع الاقتصادي لشركات الاستثمار المشترك إلى انه ليس من المستحسن تركيز استثماراتها على قطاع اقتصادي واحد ، وقد جرى العمل على تخصيص شركات الاستثمار المشترك على توزيع استثماراتها لتكوين حوافظ قيم منقولة من أوراق مشروعات في نطاق خمسة أو ستة قطاعات اقتصادية (Ravel المرجع السابق ص94)

وتتبع كل من شركات الاستثمار في توزيع استثماراتها على مختلف القطاعات الاقتصادية الأساسية السياسة التي تناسبها ، وتعرف هذه السياسة (سياسة الانتخاب الاقتصادي للحافظة) وتعتمد شركات الاستثمار في ذلك على أقسام الدراسات والبحوث التي توجد لديها أو تلجأ إليها لهذا الغرض ، وتكون قادرة على تحديد القطاعات الأكثر ديناميكية والأكثر نفعا من غير المشروعات وتتمتع بمركز مالي ممتاز ، وتعرف هذه المشروعات (مشروعات ذات المستوى الأول) لذلك يتعين على المستشار المالي وأمين الاستثمار لشركة الاستثمار المشترك الملاحظة المستمرة للأنشطة الاقتصادية ، ودراسة القطاعات الاقتصادية وذلك لتحديد مجالات الاستثمار وانتقاء أفضل القيم المنقولة لإدراجها في حافظة القيم ، وذلك بعد أخذ المعطيات والعوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي إيجابية كانت أم سلبية ، فضلا عن الجوانب القانونية الضريبية وذلك لاختيار أفضل القطاعات وأكثرها قابلية لتحقيق الربح وزيادة قيمة القيم المنقولة (Fain المرجع السابق ص 94).

وقد ازدادت أهمية مبدأ تقسيم المخاطر بعد الأزمة العالمية عام 1929 حيث كشفت التجربتان الأمريكية والفرنسية انحراف كثير من الشركات ، نتيجة عدم تقيد المديرين بقواعد قانونية تلزمهم بنسب محددة من رأس المال واحتياطيات الشركات التي يديرونها عن استثمار أموال

الشركة في شركات أخرى ، مما أدى إلى تركيز الاستثمار في شركات قليلة ترتب عليها انهيار وضياع أموال المدخرين .

من أجل ذلك اتجهت معظم التشريعات إلى فرض قيود على حرية مدير الاستثمار تقسيم المخاطر على استثمارات شركة الاستثمار المشترك ، ووردت هذه القيود على شكل نسب محددة كحد أقصى لاستثمار كل شركة نص عليها القانون ، فقد فرض المشرع الفرنسي على شركة الاستثمار المشترك التزامها بعدم استخدام أكثر من 10% من أموالها المعدة للاستثمار في اكتساب أوراق شركة واحدة.

ومن جهة أخرى وحتى لا تسيطر الشركة بسبب ضخامة رأس مالها على الشركات الأخرى، فقد فرض المشرعون التزاماً لا يجوز بمقتضاه أن تتمتع شركة واحدة بأكثر من 10% من حق التصويت في الجمعية العمومية (Senn ،المرجع السابق ص95)

تطبيق المبدأ:

نصت معظم التشريعات على قاعدة قانونية مفادها أنه لا يجوز لشركة الاستثمار المشترك أن تستخدم أكثر من 10 % من أموالها المعدة للاستثمار في اكتساب أوراق شركة واحدة ، ومنها التشريع الفرنسي في قانون سنة 1988 وتعديلاته في تنظيم الاستثمار المشترك ، فقد استوحت النصوص المنظمة لاستثمارات و تنظيم الاستثمار المشترك في القيم المنقولة المبادئ التقليدية التي تفرضها الحدود القصوى للاستثمار في أوراق نفس المصدر،وذلك بغية تحديد المخاطر من خلال توزيع الاستثمارات في حافظة القيم فقد وضع القانون الفرنسي ثلاث قواعد لتقسيم المخاطر وهي:

1- لا يجوز لتنظيم الاستثمار المشترك أن يحوز أكثر من ما نسبته 10% من نفس الفئة من القيم المنقولة لذات المصدر.

2- ليس بإمكان تنظيم الاستثمار المشترك في القيم المنقولة أن يستثمر في أوراق نفس المصدر أكثر من ما نسبته 5% من أصول التنظيم.

3- ليس بإمكان تنظيم الاستثمار المشترك في القيم المنقولة أن يستثمر أكثر من 5% في الأسهم والحصص التي تصدرها التنظيمات الأخرى للاستثمار المشترك في القيم المنقولة.

`فالقاعدة الأولى تحدد استثمارات الشركة بالنظر إلى أوراق نفس المصدر، ويرى البعض أن هذه النسبة كبيرة من أصول تنظيم الاستثمار الذي يملك رأسمالاً يقل بشكل ظاهر عن رأسمال المصدر وهذا ما يؤدي إلى الإخلال بالقاعدة التي تقتضي بضرورة تقسيم المخاطر وتنويعها (عبد الله نهال فتحي، المرجع السابق ص 159).

والقاعدة الثانية تحكم قيمة الاستثمارات بالنظر إلى أصول شركة الاستثمار ، والتي تهدف إلى تنويع الاستثمارات داخل الحافظة بحيث تتكون من عدد كاف من القيم المنقولة لتأمين تنويع الاستثمارات وتقسيمها للحد من المخاطر ، ويرى أحد الشراح أنه نظراً لاختلاف رؤوس الأموال الكبيرة يمكن أن يفتح الباب لعمليات السيطرة وهو ما يتعارض مع القواعد التي تحكم نشاط التنظيم (عبد الله نهال فتحي، المرجع السابق ص 159).

هذا وقد نصت التعديلات التي أدخلت على قانون تنظيم الاستثمار المشترك الفرنسي لسنة 1988بالمرسوم رقم623 الصادر سنة1989 في المادة الرابعة الفقرة الأولى على عدة استثناءات على قاعدة 5% من استثمار أصول تنظيم الاستثمار المشترك وهذه الاستثناءات هي:

1- يمكن لتنظيم الاستثمار المشترك الاستثمار في القيم المنقولة أن يستثمر في أوراق نفس المصدر حتى 10% من الأصول شريطة ألا تتجاوز قيمة هذه الأوراق 40% من الأصول ، مع الملاحظة أن حد 40 % لا يسري خلال الستة أشهر التالية على إنشاء التنظيم ، ويفسر البعض هذا الاستثناء أن المرسوم الصادر سنة 1989 استهلت المادة الأولى منها حكمها بإيضاح أنه

استثناء من أحكام المادة 25 الفقرة/2 وان هذه المادة تتعلق بنسبة 5% من أصول التنظيم ومن ثم نسبة 10% الواردة في هذا التعديل تنسب إلى أصول التنظيم باعتبارها استثناء مـــن قاعـــدة 5% (عبد الله نهال فتحي، المرجع السابق ص 160).

2- الاستثناء الثاني من مرسوم 1989 أعطى إمكانية تنظيم الاستثمار أن يستثمر فـــي أوراق نفس المصدر حتى 35% من أصول التنظيم إذا كانت هذه الأوراق صادرة من قبل دولة عضو في الرابطة الأوروبية أو تنظيم ذي طابع دولي.

ويهدف هذا الاستثناء إلى توفير قدر كبير من الأمان بالنظر إلى الجهة التي تصدرها ، مما دعا إلى السماح لتنظيم الاستثمار أن يصل استثماره حتى 35% من أصوله.

3- الاستثناء الثالث من مرسوم 1989 والذي يعد استنادا على قاعدة 5% من قانون 1988 أنه بإمكان تنظيم الاستثمار أن يستثمر في أوراق نفس المصدر إلى ما قيمته 25% من الأصول إذا كانت هذه الصكوك سندات عقارية تصدرها شركات الائتمان العقاري لدولة عضو في الرابطـــة الأوروبية.

أما موقف المشرع الأردني فقد أخذ بتنويع الاستثمارات داخل شركة الاستثمار المشترك وذلـــك بالنظر إلى المادة/13 الفقرة (ط) من تعليمات الاستثمار المشترك التي نصت على أسس ومعايير تنويع استثمارات الشركة.

كما حظرت المادة /32 الفقرة(أ) على شركة الاستثمار المشترك أن تستثمر أكثر من 5% مـــن قيمة موجوداتها في أوراق مالية صادرة عن مصدر واحد باستثناء الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة أو البنك المركزي أو المكفولة من أي منهما.

وحظرت الفقرة(ج) من نفس المادة على شركة الاستثمار المشترك أن تسهم بأكثر من 10%من قيمة موجوداتها الصادرة عن مصدر واحد.

فالفقرة (أ) تهدف إلى حدود كل استثمار بالنظر إلى أموال شركة الاستثمار المشترك ، وتهدف هذه القاعدة إلى تنويع الاستثمار وذلك بمنع الشركة من استثمار أكثر من 5%من أموالها في أوراق نفس المصدر باستثناء الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة أو البنك المركزي أو المكفولة عن أي منهما ، وهنا كان يجب على المشرع أن يضع سقفا أعلى للاستثمار في الأوراق الصادرة عن الحكومة أو البنك المركزي أو المكفولة من أي منهما، كأن تكون النسبة حتى 35% أو 40% تماما كما فعل المشرع الفرنسي حينما وضع استثناء على قاعدة 5%من استثمارات الشركة، وذلك حتى 35%من أموالها إذا كانت هذه الأوراق صادرة من قبل دولة عضو في الرابطة الأوروبية أو تنظيم ذي طابع دولي.

أما الفقرة (ج) منها فأنها تهدف إلى حدود الاستثمار في أوراق نفس المصدر ، وذلك لمنعها من استهداف ممارسة تأثير له شان على إدارة الشخص المعنوي أي المصدر للأوراق المالية ومباشرته لنشاط ما يسمى بشركات السيطرة التي تتعارض مع نشاط شركة الاستثمار المشترك وفي الواقع يرى الباحث أن هاتين الفقرتين تكملان بعضهما بعضا فلا تغني إحداهما عن الأخرى.

أما فيما يتعلق بالمشرع المصري لم يشر الى هذا المبدأ في القانون رقم /95 لسنة 1992 قانون سوق رأس المال ولا اللائحة التنفيذية، ولم يحدد نسب معينة تهدف إلى حدود الاستثمار في الأوراق المالية تقيد إدارة هذه الشركة القائمة في ظل هذا القانون .

ب- التوزيع القانوني للمخاطر:

يقصد بالتوزيع القانوني للمخاطر :تنويع الاستثمارات بين القيم ذات العائد الثابت والعائد المتغير.

تطبيق المبدأ :

يقتضي التوزيع القانوني للمخاطر تكوين شركة الاستثمار من أوراق مالية متنوعة من الناحية القانونية ، هذا التنويع يعود من حيث الصفة القانونية إلى هذه الأوراق والجهة المصدرة لها وطريقة طرحها وتداولها في سوق المال.

أما من ناحية صفتها القانونية فيجب على شركة الاستثمار أن تكون حافظتها من القيم المنقولة ذات العائد الثابت كالسندات والأسهم الممتازة ، التي تعطي أصحابها الأولوية في الحصول على الأرباح أو نصيبهم من موجودات الشركة ، والقيم ذات العائد المتغير كالأسهم العادية وحصص التأسيس ووثائق الاستثمار.

وتكمن أهمية الجمع بين هاتين الطائفيين من القيم المنقولة في حوافظ شركة الاستثمار المشترك في ما تتمتع به كل طائفة من مزايا(Seenالمرجع السابق ص107).

ومن مزايا سندات القرض أنها تكون بمأمن عن الخسارة لأنها تمثل ديناً له فائدة ويكون الحق لأصحابها الحصول على الفوائد واقتضاء دينه في الميعاد المحدد.

كذلك من مزايا الأسهم الممتازة ما يتقرر لها من أولوية في الحصول على الأرباح أو نصيب من موجودات الشركة ، لكن لا يستطيع المستثمر الحصول على الأسهم الممتازة في كل الأحوال، أما القيم المنقولة ذات العائد المتغير كالأسهم العادية فإنها قد حظيت بفئة كبيرة من المستثمرين لأنها تحقق الأمن لاستثماراتهم ، ويرتبط بمقدرة المشروع على تحقيق الإرباح والاحتفاظ بموجوداته ومتى كان اختيار المديرين للمشروع سليما وقائما على حسابات دقيقة للمخاطر أمكن تحقيق أرباح وعائد مجز للمستثمر.

لذلك فإن التوزيع القانوني للمخاطر يقتضي توزيع الاستثمار على الطائفتين معا.

ويجري هذا الاختيار وفقا لما إذا كان من المناسب لشركة الاستثمار تحمل مخاطر المشروع كلها أو بعضها من أجل الحصول على أرباح أو على حصة ممتازة منها أو إذا كان من المناسب الحصول على فائدة ثابتة.

ويتعين على مدير الاستثارالقائم على إدارة شركة الاستثمار المشترك أن يدرج كل نوع من أنواع القيم المنقولة ، وأن لا يكون تكوين حافظة القيم المنقولة جامدا بل يجب أن يكون مرنا لذلك يجب ترك أمر تحديد النسب بين هاتين الطائفتين من القيم المنقولة إلى مدير الاستثمار القائم على إدارة شركة الاستثمار، وذلك بإجراء عمليات البيع وشراء الأوراق المالية وفقا لما تمليه الظروف ، وهذا ما يمكنهم من مراقبة تطور الأسواق المالية وتجنب الخسائر ما أمكن(faffa المرجع السابق ص156).

وهذا يتعلق بالطبيعة القانونية للقيم المنقولة ، أما فيما يتعلق بالصفة القانونية من حيث الجهة المصدرة لها فيقتضي التوزيع القانوني للمخاطر توزيع استثمارات شركة الاستثمار على القيم الصادرة عن أشخاص ذات نظام قانوني مختلف كالقيم الصادرة عن الدولة ، ذلك أن القيم الصادرة عن الدولة تكون أحيانا مضمونة من جانب الدولة الأمر ، الذي يوفر الأمن وعلى العكس من ذلك فإن الصكوك الصادرة عن الشركات الخاصة ولئن لم توفر هذا الأمن للاستثمار ألا أنها قد تتضمن عائدا مجزيا ، وبالتالي فإن أمر توزيع استثمارات شركة الاستثمار بين هاتين الطائفتين أمر يحقق الجمع بين الأمن والعائد المجزي للمستثمرين(RASSI FAOUSI: Invetment Trust gestion et fiscalite (etude compare) L.G.D.J,1964 page37)، .

وإن أمر تحديد نسب الاستثمار بين هاتين الطائفتين يتوقف على النهج الاقتصادي للدولة ، ففي الدول التي تعتنق الرأسمالية ترتفع نسب الاستثمار في الصكوك الصادرة عن الشركات الخاصة عن نسب الاستثمار في الأوراق الصادرة عن الدولة أو عن الشركات العامة ، ويكون العكس

صحيحا في الدول التي تأخذ بالاشتراكية المعتدلة التي يعمل فيها القطاع العام مع القطاع الخاص جنبا إلى جنب(Fainالمرجع السابق ص97). .

أما من حيث الطرق القانونية لطرح القيم وتداولها ، فإن التوزيع القـانوني للمخـاطر يقتـضي توزيع استثمارات شركة الاستثمار على القيم التي تصدر باكتتاب عام والقيم المقيدة في الـسوق المالي ، وتكمن أهمية هذا التوزيع بالاستثمار في قيم الشركات الكبرى التي جمعت أموالها عن طريق الاكتتاب العام والتي تخضع إلى قدر من رقابة الدولة ، وكذلك القيم المقيدة في الـسوق المالي توفر ضمانات جديدة من حيث تحديد الأسعار على نحو يحول دون المضاربة بـصورة غير مشروعة(seen ، المرجع السابق ص51)

ج- التوزيع الجغرافي للمخاطر:

يقصد بالتوزيع الجغرافي للمخاطر ، توزيع الاستثمارات لشركة الاسـتثمار المـشترك علـى مشروعات صناعية أو تجارية في مناطق جغرافية سواء داخل الدولة أو خارجها.

وتوزيع المخاطر يعتمد في المقام الأول على العلاقات الاقتصادية والسياسية الدولية ، وكـذلك على الوضع الاقتصادي الداخلي للدولة التي ترغب شركات الاستثمار المشترك في الاستثمار في قيمها المنقولة ، ويجري مدير الاستثمار القائم على إدارة شركة الاسـتثمار المـشترك دراسـة وتحليلا وافيين للقيم المنقولة ودراسة الظروف الاقتصادية والعوامل السائدة في البلد الذي ينوي مديرالاستثمار في شركة الاستثمار المشترك شراء القيم فيه ، مما يستلزم البحث فـي المـوارد ومدى قوة الاقتصاد في تلك الدولة ودراسة المنشات المصدرة للقيم كـذلك دراسـة الأوضـاع السياسية والداخلية الدستورية والقانونية ونظام الإعفاءات الضريبية.

كل هذه العوامل يقوم المستشار الاستثماري وأمين الاستثمار في شركات الاستثمار المشترك بدراستها من اجل تحقيق الأمان للمدخرين من تحقيق عائد مجز للإرباح.

كذلك فإن توزيع المخاطر للاستثمار يتطلب معرفة الدول التي يبتعد فيها الاستثمار عن المخاطر السياسية ، ويقتضي ذلك من شركات الاستثمار ألا تنخدع فيما يلوح من فرص تحقيق الإرباح في الدول الأجنبية متى كان الاستثمار يتعرض فيها إلى المخاطر السياسية كالتأميم أو المصادرة ونزع الملكية (Ravelالمرجع السابق ص97).

خلاصة القول إن على مدير شركة الاستثمار التحري والابتعاد بأموال المدخرين عن المناطق الجغرافية التي تهدد الاستثمار فيها مخاطر من أي نوع كالحروب والكوارث وحركات التأميم إلى جانب الملاحظة المستمرة لمحتويات حافظة القيم المنقولة وطرح الأوراق المالية الأجنبية التي يطرأ على أوضاع البلدان المصدرة أي من المخاطر السابقة.

أما موقف المشرع المصري ، فلم ينص في قانون رقم /95 لسنة 1992 قانون سوق رأس المال ولا في اللائحة التنفيذية ، على مبدأ التوزيع الجغرافي للأوراق المالية ،وهذا يعني ان الاستثمار في الأوراق المالية في ظل هذا القانون يكون داخل حدود دولة مصرعن طريق بورصة الأوراق المالية المصرية.

الفصل الرابع:

حسابات شركة الاستثمار المشترك.

المحور الأول: الاحتياطيات وتوزيع الأرباح والخسائر.

تختلف الدول الغربية التي لها تجارب في شركات الاستثمار في تكوين الاحتياطيات وذلك باختلاف موقفها من الأرباح ، فالمشرع الأمريكي مثلا ينظر إلى الأرباح بمفهومها الواسع بحيث يسمح بتوزيع أكبر قدر ممكن من الأرباح حتى لو كان ذلك على حساب تكوين الاحتياطيات ، بالإضافة إلى توزيعه جزء كبيرا من الأرباح المتحققة في الشركات التي تمتلك أوراقها فإنه يقوم بتوزيع كل الزيادة في القيمة المتحققة من عمليات البيع على المساهمين.

هذا المفهوم الواسع لتوزيع الأرباح تترتب عليه خطورة كبيرة ، لأن الشركات الأمريكية لا تقوم بتكوين الاحتياطيات الكافية لمواجهة الأزمات الاقتصادية، وهذا ما أدى إلى إفلاس الكثير من الشركات خلال الأزمة العالمية المالية في عام 1929، وذلك نتيجة الإفراط في توزيع الأرباح ، ولم يلزم القانون الأمريكي الشركات بتكوين الاحتياطيات ، وإنما اكتفى بإلزامها ببيان مصدر الأرباح الموزعة طالما لم تكن هذه الأرباح قد تحققت جميعها من الإدارة العادية لحوافظها ونص أيضا على أنه في حالة توزيع زيادة القيمة(فروقات الاسعار) والأرباح يجب أن تذكر بالميزانية المصادر التي تحققت منها الأرباح في السنوات المالية السابقة (المصري حسني، شركات الاستثمار ص 229).

أما المشرع الانجليزي ، فقد نظر إلى الأرباح بالمفهوم الضيق ، مهتما بتكوين الاحتياطيات التي تضمن لشركات الاستثمار البقاء في وقت الأزمات الاقتصادية ، حيث إن الشركات الانجليزية تمتنع عن توزيع الزيادة في القيمة الناتجة عن بيع الأوراق بل كانت مخصصة لتكوين

الاحتياطيات ، وإن الأرباح التي كانت توزع على المساهمين هي الأرباح العادية والمتمثلة في الأرباح المستحقة للأوراق والفوائد.

ويعتبر هذا سر نجاح شركات الاستثمار الانجليزية وذلك لاهتمامها بتكوين الاحتياطيات حتى تتجاوز الشركة الأزمات المالية التي تمر بها. (المصري حسني شركات الاستثمار ص 230).

أما المشرع الفرنسي فقد اتخذ موقفا وسطا بين المفهوم الواسع للأرباح والمفهوم الضيق للأرباح ، بفرضه استخدام الأرباح بشكل معقول يقيم التوازن بين ضرورة توزيع الأرباح على المستثمرين وبين ضرورة تكوين الاحتياطيات اللازمة للشركة لمواجهة الأزمات المالية ، حيث ألزم الشركات بأن توزع الأرباح للأوراق المكونة لحافظة القيم طالما لم تبلغ الاحتياطيات رأس المال.

وإن المشرع الفرنسي لم يلزم شركات الاستثمار بتوزيع الزيادة في القيمة على المستثمرين وإنما ألزمها باستخدام هذه الزيادة في تكوين الاحتياطيات إلى أن تبلغ مقدار 100% من رأس المال وبعد ذلك يمكن توزيع الزيادة في القيمة على المساهمين (المصري حسني ، شركات الاستثمار ص 231).

ولكن ما هو الموقف بالنسبة لشركات الاستثمار في التشريع الأردني؟

بالرجوع إلى أحكام هذه الشركة ، لم يلحظ الباحث وجود نص يعالج هذه المسالة، لكن نص على انه تطبق على هذه الشركة أحكام الشركة المساهمة العامة في حالة عدم وجود نص يعالج هذه المسالة.

وبالرجوع إلى أحكام الشركة المساهمة العامة، نجد أن المواد 186 و 187 و 188 من قانون الشركات ، نصت على انه لا يجوز للشركة المساهمة العامة توزيع عوائد من أرباحها على المساهمين فيها إلا بعد تسوية الخسائر المدورة من السنوات السابقة واقتطاع الاحتياطي الذي

ينص عليه القانون أو نظام الشركة، أي انه ليس للشركة المساهمة العامة توزيع أية أرباح على المساهمين فيها إلا إذا حققت أرباحا حقيقية.

ولكن ما هي الاقتطاعات التي تطرح من الأرباح الإجمالية للشركة ؟

أولا : الاقتطاعات التي تطرح من الأرباح الإجمالية للشركة:

1. الخسائر المدورة من السنوات السابقة (الفقرة أ من المادة/186).
2. الاحتياطي، وقد نص المشرع الأردني على ثلاثة أنواع من الاحتياطيات وهي:

أ- الاحتياطي الإجباري: يجب على الشركة المساهمة العامة اقتطاع ما نسبته 10% من الأرباح الإجمالية لصالح الاحتياطي الخاص ولا يجوز وقفه إلا إذا بلغ ربع رأس مال الشركة ، ويجوز بموافقة الهيئة العامة الاستمرار في الاقتطاع حتى يصل رأس مال الشركة المصرح به ، ويهدف المشرع من ذلك إلى تجميد هذا المبلغ ولا يجوز للشركة استثماره أو توزيعه على المساهمين.

ب- الاحتياطي الاختياري: ويكون أمره متروكا إلى الهيئة العامة للمساهمين أن تقرر اقتطاع ما لا تزيد نسبته 20% من الإرباح الصافية ويستعمل في الأغراض التي يقررها مجلس الإدارة ، ويجوز استعماله كأرباح توزع على المساهمين او استثماره وليس له سقف أو حد أعلى حتى لو بلغ أكثر من رأس مال الشركة المصرح به كما في الاحتياطي الإجباري ، الذي حدده بربع رأس مال الشركة ، ألا أن هذا الحق في الاقتطاع لأجل غير مسمى غير مبرر و يؤدي إلى حرمان المساهمين من استيفاء حقهم من اقتسام الأرباح (يا ملكي أكرم القانون التجاري الشركات دراسة مقارنة ص 304-سنة 2008) وفي المعنى نفسه (العكيلي عزيز الوسيط في الشركات التجارية ص 349)

ج - الاحتياطي الخاص: يجوز للهيئة العامة بناء على اقتراح مجلس الإدارة أن تقرر اقتطاع ما لا تزيد نسبته 20% من الأرباح الصافية ، وذلك احتياطا خاصا يستعمل لإغراض الطوارئ أو التوسع أو لتقوية مركز الشركة أو مواجهة الإخطار التي تتعرض لها الشركة ، وهو نفس

الأغراض التي تستعمل في الاحتياطي الاختياري ، مع أن المشرع لم ينص صراحة على حق الهيئة العامة في توزيعه أو جزء منه كأرباح إذا لم يستخدم في الأغراض التي حددها المشرع.

وينتقد جانب من الفقه (يا ملكي أكرم القانون التجاري الشركات ص 305 ، سنة2008) موقف المشرع الأردني بأنه قد أجاز تكوين احتياطي اختياري بجانب الاحتياطي الإجباري ، وانه قد تصل نسبة الاقتطاع من الإرباح الصافية للشركة سنويا ما نسبته 50% حتى بعد بلوغ الاحتياطي الإجباري حده الأعلى والاقتطاع من الأرباح الصافية في كل سنة ما نسبته 40% للاحتياطي الاختياري والخاص ، وإن هذه النسبة عالية جدا يمكن للمتنفذين في الشركة أن يحرموا بها المساهمين من استيفاء حقهم من اقتسام الأرباح.

ويستمر في الانتقاد للمشرع الأردني ، في تكوين احتياطيين اختياريين الأول باسم الاحتياطي الاختياري والثاني بأسم الاحتياطي الخاص وان نسبة الاقتطاع لكل منهما هي 20% من الأرباح الصافية ودون سقف أو حد أعلى ، ويرى أن عبارة الإغراض التي يقررها مجلس إدارة الشركة الواردة بخصوص الاحتياطي الاختياري تشمل عبارة لأغراض الطوارئ أو التوسع أو لتقوية مركز مالي ومواجهة المخاطر التي قد تتعرض لها الشركة بخصوص الاحتياطي الخاص ويرى أن يلغى الاحتياطي الخاص (يا ملكي أكرم القانون التجاري الشركات ص 305 ، سنة2008) .

3- فوائد ديون الشركة والضرائب والمبالغ المخصصة لاستهلاك رأس المال.

ويفهم من خلال مما سبق أن المشرع الأردني لا يجيز توزيع الأرباح على المساهمين إلا بعد خصم الاقتطاعات والفوائد والديون على الشركة ، ويكاد موقف المشرع الأردني يقترب من المشرع الفرنسي الذي أجاز توزيع الأرباح بعد أن يبلغ الاحتياطي رأس المال ، إلا انه بالغ في وجود الاحتياطي الخاص وخاصة وانه يجوز استخدام الاحتياطي الاختياري وتوزيعه على

المساهمين كأرباح ، ويتفق الباحث مع رأي الفقيه السابق الأخير بوجوب إلغاء هذا الاحتياطي وذلك لعدم حرمان المستثمرين من الحصول على أكبر قدر من الأرباح.

اما بالنسبة الى موقف المشرع المصري من الاحتاطيات وبالرجوع الى أحكام قانون رقم /159 لسنة 1981 يجد الباحث ان المشرع المصري قد ثلاثة انواع من الاحتياطيات وهي:

1- الاحتياطي القانوني : يقضي قانون الشركات المصري واللائحة التنفيذية اقتطاع جزء من عشرين على الأقل من صافي الأرباح ، وذلك لتكوين احتياطي قانوني ، ويجوز للهيئة العامة بناء على تقرير مراقب الحسابات وقف هذا الاقتطاع اذا بلغ ما يساوي نصف رأس المال (المادة 2/40/ من قانون الشركات رقم /159 لسنة 1981) ، واذا حدث وإن قل عن هذا القدر بسبب الخسائر ، وجب إعادة الاقتطاع حتى يصل نصف رأس المال.

2- الاحتاطي النظامي : قد يتضمن عقد الشركة او نظامها الأساسي نصا يقضي بتكوين احتياطي لمواجهة الأغراض التي يحددها القانون ، ويسمى في هذه الحالة الاحتياطي النظامي ، لأن نظام الشركة هو الذي يقضي به على خلاف الاحتياطي القانوني الذي يقره القانون ، ويحدد نظام الشركة اقتطاع نسبة معينة من الارباح الصافية لتكوين احتياطي نظامي ، ويستخدم فيما يعود بالنفع على الشركة او على المساهمين (المادة /5/40 من قانون الشركات المصري رقم /159 لسنة 1981)

3- الاحتياطي الاختياري:يجوز للشركة أن تقرر اقتطاع جزء من الأرباح الصافية لحساب احتياطي اختياري لمواجهة ظروف غير متوقعة او نفقات غير متوقعة او نظير استهلاك موجودات الشركة (المادة/6/40 من قانون الشركات المصري رقم /159 لسنة 1981)

ثانيا: المصروفات والاستهلاكات:

تعتبر المصروفات عبئا من الأعباء المالية التي تقتطعها شركات الاستثمار من الأرباح الإجمالية ، ويعتبر من مصروفات الإدارة المصروفات التي تتكبدها الشركة في سبيل طرح أسهمها

للاكتتاب العام ومصروفات النشر والدعاية لمواجهة سوق المنافسة والعمولات والكفاءات ، وهذه المصروفات في شركات الاستثمار الغربية تتحدد بصورة أجمالية بنص في القانون أو في النظام ، وترجع أهمية هذا التحديد الى انه ليس من مصلحة المستثمرين إطلاق يد الإدارة في بذل المصروفات والنفقات ، حتى لا تكون باهظة وعالية مما يؤثر على الأرباح الموزعة على المستثمرين.

ففي الشركات الانجليزية تتراوح المصروفات بين 0.4% إلى 0.5% في حين تكون في شركات الاستثمار الأمريكية لا يجوز تجاوز نسبة المصروفات 10% من الأرباح(المصري حسني، شركات الاستثمار ص 243).

كما أن المشرع الفرنسي قرر حدا أقصى لمصروفات الإدارة تماما كالمشرع الأمريكي ، وحتى لا يسمح للمديرين بالمبالغة فقد حدد نسبة المصروفات بان لا تزيد عن 1% من رأس مال الشركة (المصري حسني، شركات الاستثمار ص 243)

أما موقف المشرع الأردني فقد أوضح جانب من الفقه أن المشرع الأردني أشار في المصروفات والاستهلاكات بصورة غير مباشرة إلى المبالغ التي تخصم من الإيرادات لاستهلاك موجودات الشركة ، وذلك في نص المادة 189 من قانون الشركات بقوله (يقصد بالأرباح الصافية للشركة المساهمة العامة الفرق بين مجموع الإيرادات المتحققة في أي سنة مالية من جانب ومجموع المصروفات والاستهلاكات في تلك السنة من جانب أخر قبل تنزيل المخصص لضريبتي الدخل والخدمات الاجتماعية) وتستعمل هذه المبالغ لشراء الآلات والمنشآت اللازمة والدعاية وغيرها (العكيلي عزيز، الوسيط في الشركات التجارية 2007 ص 347) .

وفي هذا المجال يرى الباحث انه حسب رأي الفقه السابق قد أشار المشرع الأردني في المصروفات والاستهلاكات ولو بصورة غير مباشرة إلى انه لم يحدد حدا أقصى لهذه

المصروفات ، على عكس ما هو في الدول الغربية كالمشرعين الفرنسي والأمريكي، وفي هــذا ضرر يعود على المساهمين في الشركة فقد تبالغ الإدارة في نسبة المصروفات والاســتهلاكات كشراء السيارات الفارهة والأثاث الفخم وذلك تحت بند المصروفات والاستهلاكات ، كما يعــود بالضرر على نسبة الأرباح التي توزع على المساهمين.

ويتمنى الباحث على المشرع الأردني أن يضع في أقرب فرصة لتعديل هذا القانون حدا أقصى لنسبة المصروفات والاستهلاكات ، وذلك حماية للمساهمين من تعسف مجلس الإدارة أو الإشارة إلى انه يجب أن يتضمن النظام الأساسي للشركة نسبة معينة من المصروفات والاستهلاكات.

أما بالنسبة الى موقف المشرع المصري من المصروفات فقد أشار قانون الشركات رقــم /159 لسنة1981 في المادة /1/39 يجب خصم جميع التكاليف اللازمة لتحقيق الأرباح ، وخصم كافة الاستهلاكات ، يفهم من هذا النص أن المشرع المــصري قــد أخــذ بحــساب المــصروفات والاستهلاكات ، إلا أنه لم يحدد حداً أقصى لهذه المصرفات ، وفي هذا ضــرر علــى أمــوال المستثمرين فقد يبالغ مجلس الإدارة في المصروفات وكل ذلك على حساب الأرباح التي تــوزع على المستثمرين.

ثالثا: توزيع الأرباح والخسائر:

1- توزيع الأرباح:

تتمثل الأرباح في شركة الاستثمار المشترك في نوعين هما الأرباح العائدة من الأسهم وفوائــد السندات وزيادة قيمة الأسهم الناتجة في فرق الأسعار التي تحققها شركات الاستثمار الناتجة عن عمليات شراء وبيع الأسهم ، وتكاد تتفق شركات الاستثمار على توزيع أرباح الأسهم والسندات على المستثمرين .

لكن يثور الجدل في النوع الثاني من الأرباح وهي فروق الأسعار الناتجة عن عمليــات البيــع والشراء للأسهم والسندات في حالة زيادة قيمة هذه الأسهم والسندات ، بين مؤيد لتوزيــع هــذه الأرباح وبين معارض في توزيعها ، والرأي الراجح الذي اعتنقه جانب من الفقه أن يترك أمر تقدير توزيع هذه الأرباح إلى الهيئة العامة ، مع إحاطتها بمصادر هذه الأرباح مع وجود صمام أمان يحمي الشركة من التقلبات أو الأزمات الاقتــصادية ، وأن تــوزع هــذه الأربـــاح علـــى المساهمين شريطة أن تبلغ احتياطيات هــذه الــشركة مقــدار رأس المـــال باعتبـــار أن هــذه الاحتياطيات تعتبر صمام آمان للاستثمار (المصري حسني، شركات الاستثمار ص 237).

أما قانون الشركات الأردني فقد أشار في (المادة/186 من قانون الشركات)إلى انه لا يجــوز للــشركة المساهمة العامة أن توزع أرباحا على المساهمين إلا إذا كانت هناك أربـــاح حقيقيـــة ، وبعــد استنزال جميع المستحقات بنص القانون أو نظام الشركة ، ولا بد من صدور قرار من الهيئـــة العامة بالموافقة على توزيع الأرباح ، ويجب دفع تلك الأرباح خلال خمسة وأربعين يوما مـــن تاريخ اجتماع الهيئة العامة و إلا التزمت الشركة بدفع فائدة للمساهم بمعدل سعر الفائدة الــسائد على الودائع لأجل ، على أن لا يتجاوز مدة التأخير مدة ستة أشهر مـــن تـــاريخ اســـتحقاقها . وبالرجوع إلى تعليمات الاستثمار المشترك لسنة 1999 نجد ان المادة 25 الفقرة (هــ)منه التي تنص على أن من مهام أمين الاستثمار توزيع الأرباح ، وعليه فإن توزيع الأرباح في شـــركة الاستثمار المشترك تكون من مسؤولية ومهام أمين الاستثمار وليس مجلس الإدارة.

2- توزيع الخسائر:

قد يظهر عند الجرد السنوي لميزانية شركات الاستثمار أن فروق أسعار شراء أو بيع الأسهم قد حققت خسائر مما أدى إلى نقص الإجمالي في القيمة ، في هذه الحالة إذا قامت شركة الاستثمار بتوزيع الأرباح فإنها قد تعتبر مرتكبة لجريمة توزيع أرباح صورية.

لذلك درجت معظم إدارات شركات الاستثمار على التوقف عن توزيع الأرباح المتحققة من الإدارة العادية للحافظة وهي أرباح الأسهم وحصص التأسيس وفوائد السندات والاذونات ، وان كان هذا التوقف يتعارض مع مصلحة المساهمين في عدم حصولهم على أرباح (المصري حسني، شركات الاستثمار ص 238).

ويرى جانب من الفقه أن الحل الأمثل هو وجوب توزيع الأرباح المتحققة من الإدارة العادية للحافظة ، وان لا يشتمل العائد الصافي للشركة (الأرباح القابلة للتوزيع)على الأرباح الناتجة عن عمليات بيع الأوراق وهذا يعني إسقاط زيادة القيمة أو نقص القيمة الناتجة عن فروق الأسعار من الاعتبارعند توزيع الأرباح المتحصلة من الإدارة العادية للحافظة على المساهمين ، وان يعوض النقص في القيمة لفروق الأسعار من الاحتياطي طالما أن الاحتياطات قد بلغت 100% من رأس المال (المصري حسني، شركات الاستثمار ص 239) .

أما في القانون الأردني فإنه إذا أظهرت ميزانية الشركة المساهمة العامة للسنة المالية المنتهية ان هناك خسائر، فإن هذه الخسائر تغطى من احتياطي رأس المال ، وإذا لم يكف الاحتياطي لذلك وجب تغطية الخسائر المتبقية من رأس المال ، وإذا حققت الشركة أرباحا في السنوات المقبلة غطيت الخسائر من الأرباح قبل تكوين الاحتياطي القانوني ، وأما إذا زادت مجموع الخسائر على 75% من مجموع رأس مال الشركة فإنه يجوز للمحكمة أن تصفي هذه الشركة تصفية إجبارية إلا إذا قررت الهيئة العامة زيادة رأس مال الشركة.

المحور الثاني

الرقابة على شركة الاستثمار المشترك

تختلف قواعد الرقابة على شركات الاستثمار من دولة إلى أخرى ، إلا أنها تلتقي جميعها في هدف واحد وهو حماية الادخار العام للشركة ، وبالتالي حماية أموال المدخرين فيها وقد تدخل المشرع متخذا من الرقابة على شركات الاستثمار وسيلة من الوسائل الكفيلة لتحقيق هذا الهدف.

ويمكن تقسيم الرقابة إلى نوعين (المصري حسني المرجع السابق ص 147)**هما:**

أولا – الرقابة الداخلية

ثانيا– الرقابة الخارجية

أولا: الرقابة الداخلية:

تباشر الرقابة الداخلية على شركات الاستثمار المشترك من جانب مدقق الحسابات وامين الاستثمار ، ويتولى مدقق الحسابات في الشركات التجارية بوجه عام مهام حسابات الشركة والتصديق عليها ، بينما يتولى أمين الاستثمار مراقبة ومتابعة إدارة الاستثمارات التي يقوم بها مدير الاستثمار.

بالنسبة لموقف المشرع الأردني من الرقابة الداخلية في شركة الاستثمار المشترك فانه لم يورد أي نص بهذا الخصوص ، واستنادا إلى نص الفقرة ب من المادة /209 تطبق كافة أحكام الشركة المساهمة العامة فيما لم يرد نص خاص عليها ، وكذلك أناط مهمة مراقبة أعمال شركة الاستثمار المشترك بأمين الاستثمار حسب تعليمات الاستثمار المشترك رقم/2 لسنة1999

– رقابة مدقق الحسابات على أعمال الشركة.

تتولى الهيئة العامة لشركة الاستثمار المشترك تعيين مدقق الحسابات لسنة واحدة قابلة للتجديد. (المادة/192 من قانون الشركات) وعلى عكس شركة الاستثمار في التشريع الفرنسي ، ينيط بمجلس

الإدارة تعيين مدقق الحسابات ويعتبر بذلك موفقا أكثر من المشرع الفرنسي إذ كيف يتولى مجلس الإدارة تعيين مدقق الحسابات الذي يقوم بمراقبة من عينه.

ويقوم مدقق الحسابات بمهمة مراقبة أعمال الشركة وتدقيق حساباتها للسنة المالية التي عين بها ، وفي حالة تخلف الهيئة العامة عن تعيين مراقب حسابات أو اعتذاره يجب على مجلس الإدارة أن ينسب إلى مراقب الشركات ثلاثة مدققين حسابات وذلك خلال أربعة عشر يوما ليختار واحدا منهم ، وهنا يرى جانب من الفقه أن المشرع لم يحدد لمراقب الشركات مدة يتعين خلالها احدهم وانه قد يترتب على ذلك أن تبقى الشركة دون مراقب لمدة قد تطول مما لا يتفق والحكمة التي يهدف إليها المشرع من تعيين مدقق الحسابات للشركة (العكيلي عزيز، المرجع السابق ص 325)

ويجب أن تتوافر شروط في مدقق الحسابات حتى يتم اختياره وهي :

1- أن يكون مدقق الحسابات من بين المدققين المرخصين لهم بمزاولة هذه المهنة ، وذلك لضمان مراقبة أعمال الشركة من فنيين مختصين تتوافر فيهم الكفاءة والخبرة والاستقلالية (م 92/أ شركات)

2- أن يكون مدقق الحسابات حياديا ومستقلا في عمله ، لذلك لا يجوز أن يكون عضوا في مجلس إدارة الشركة أو شريكا لأي عضو أو أن يكون موظفا في الشركة ، والحكمة من ذلك ضمان الحيادية والاستقلالية والأمانة في أداء العمل.

ويجب أن تتوافر فيه الشروط التي حددها قانون هيئة الأوراق المالية ، والتي حددتها المادة /17 من تعليمات الإفصاح والمعايير المحاسبية الصادرة عن مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية وهي :

1- أن يكون حاصلا على رخصة المهنة سارية المفعول من مجلس مهنة تدقيق الحسابات.

2- أن يكون عضوا في جمعية مدققي الحسابات الأردنية.

3- أن يكون مصنفا بالفئة /أ لنظام تصنيف المدققين .

4- أن يكون قد مارس المهنة بشكل متفرغ لمدة ثلاث سنوات متتالية على الأقل بعد حصوله على مهنة تدقيق الحسابات.

- اختصاصات وواجبات مدقق الحسابات:

نصت المادة/ 193 من قانون الشركات الأردني على اختصاصات مدقق الحسابات وهي:

1- مراقبة أعمال الشركة .

2- فحص الأنظمة المالية والإدارية للشركة والتأكد من حسن سير أعمالها.

3- تدقيق حسابات الشركة.

4- الاطلاع على قرارات مجلس الإدارة والتعليمات الصادرة عنه.

اما التزامات مدقق الحسابات فهي:

- واجبات مدقق الحسابات:

1- التزام مدقق الحسابات بالرقابة على حسابات الشركة والاطلاع على جميع الأوراق والوثائق لمباشرة عمله خلال السنة المالية ، وأن يحافظ على أسرار المهنة تحت طائلة المسؤولية القانونية ، وينبغي على مدقق الحسابات اطلاع المساهمين على نتائج عمله وذلك بإعداد تقرير عام يقدمه للهيئة العامة للمساهمين ولها الحق في إقرار هذه الحسابات المقدمة ، ويجب تزويد هيئة الاوراق المالية بنسخه عن تقرير مدقق الحسابات وجميع ملاحظاتة ، كذلك تزويد كل من مدير الاستثمار وأمين الاستثمار بنسخة عن التقرير (المادة/34/الفقرة/أ من تعليمات الاستثمار المشترك)، ويعد هذا تكريسا للدور العام الذي تقوم به هيئة الاوراق المالية في مراقبة أعمال شركة الاستثمار المشترك ، وذلك حماية لأموال المدخرين فيها من عبث القائمين على إدارة الشركة

2- التزام مدقق الحسابات بالشهادة على موجودات الشركة وملكيتها كحساب الجرد والميزانية وذلك بالشهادة كتابة وتحت المسؤولية وبعد التحقق من سلامة وصدق الحسابات ، وان الأوراق المكونة لحافظة شركة الاستثمار المشترك موجودة لديها فعلا بنفس أعدادها وأنواعها وطبيعتها المبينة في ميزانيتها.

3- الاطلاع على قرارات مجلس الإدارة والهيئة العامة والتعليمات الصادرة عن الشركة وأي بيانات يتطلب عملهم ضرورة الحصول عليها والتحقق منها.

والى جانب مهمة مدقق الحسابات في الرقابة ، فإنه يلتزم بإحاطة مساهمي الشركة بنتائج عمله وإعداد تقرير عام بذلك للهيئة العامة إما بإقرار الحسابات المقدمة أو برفض تأييدها .

4- يجب على مدقق الحسابات أن يحضر اجتماع الهيئة العامة للشركة ويدلي برأيه وان يعد تقريرا خطيا للهيئة العامة عن الأعمال التي قام بها يتلوه هو أو من يندبه للقيام بذلك ، ويجب أن يشتمل التقرير حسب نص م/195 الفقرة /أ قانون الشركات الأردني على البيانات التالية:

أ- انه قد حصل على المعلومات والبيانات التي رآها ضرورية لأداء عمله.

ب- إن الشركة تمسك حسابات وسجلات وسندات منظمة وإن بياناتها المالية معدة وفقا لقواعد المحاسبة المتعارف عليها دوليا ، وذلك لمعرفة المركز المالي للشركة وان الميزانية والأرباح والخسائر متفقة مع القيود والدفاتر.

ج- إن إجراءات التدقيق التي قام بها كافية لإبداء رأيه حول المركز المالي للشركة

د- إن البيانات المالية الواردة في تقرير مجلس الإدارة الموجهة للهيئة العامة تتفق مع قيود الشركة

ه- أية مخالفات لأحكام القانون ولنظام الشركة لها أثر جوهري على أعمال الشركة ووضعها المالي.

كما توجب المادة 195 الفقرة ب من قانون الشركات على مدقق الحسابات إبداء رأيه النهائي في الميزانية وحساب الأرباح والخسائر بإحدى التوصيات التالية:

1- المصادقة على الميزانية وحساب الأرباح والخسائر بصورة مطلقة

2- المصادقة على الميزانية وحساب الأرباح والخسائر مع التحفظ وبيان أسباب التحفظ وأثـره على المركز المالي للشركة

3- عدم المصادقة على الميزانية وحساب الأرباح والخسائر مع بيان الأسباب الموجبة لرفـضه التصديق على الميزانية(لمزيد من التفصيل حول موضوع مدقق الحسابات انظر العكيلي عزيز المرجع السابق ص 324).

رقابة أمين الاستثمار على أعمال الشركة:

إن عمل أمين الاستثمار هو عمل رقابي ، من خلال قيامة بمتابعة إدارة الاستثمار للعميل (شركة الاستثمار المشترك) وتقييمها للتحقق من أن جميع العمليات الاستثمارية التـي يجريهـا مـدير الاستثمار تتفق مع الأسس والأهداف الاستثمارية للعميل (شركة الاستثمار المشترك)

مهام أمين الاستثمار في الرقابة على لعامال شركة الاستثمار المشترك :

1- الإشراف على إدارة استثمارات شركة الاستثمار المشترك والتأكد من تطبيق الانظمـة والقرارات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية بما يحقق مصلحة المـستثمرين(اشـارت تعليمـات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة2005 الى هذه المهمة في المادة /23).

2- الأطلاع على ملفات وسجلات مدير الاستثمار الخاصة بـشركة الاسـتثمار المـشترك وطلب أية معلومات منه.

3- تزويد الهيئة بتقارير دورية عن نشاط شركة الاستثمار المشترك وإعلام الهيئة عـن أي مخالفة يرتكبها فور علمه بها ، والطلب من مدير الاستثمار بتصويب المخالفة فوراً ، واذا لم

يستجيب للطلب يتحمل مدير الاستثمار تبعة ذلك. (اشارت تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة2005 الى هذه المهمة في المادة /24).

4- على أمين الاستثمار مراجعة التقارير المعدة من قبل مدير الاستثمار وإبداء رأيه فيها ، وتزويد شركة الاستثمار المشترك بهذا الرأي مرة كل ثلاثة أشهر على الأقل.

5- مسك سجلات محاسبية الضرورية لممارسة أعمالة الخاصة بشركة الاستثمار المشترك التي يديرها أو يشرف عليها بصورة صحيحة ومنظمة وفقاً للمعايير المحاسبية المعتدة .

أما بالنسبة الى موقف المشرع المصري وبالرجوع الى أحكام قانون رقم /95 لسنة 1992 قانون سوق المال لم يجد الباحث نصاً يعالج هذا الموضوع ، واستناداً الى نص المادة الأولى من من هذا القانون الأخير والتي أشارت إلى أنه تسري أحكام قانون الشركات رقم /195 لسنة 1981 فيما لم يرد به نص خاص ، وبالرجوع الى أحكام هذا القانون الأخير يجد الباحث أن هيئات الرقابة الداخلية تتمثل في جهتين هما :

1- مراقب الحسابات والذي يتم تعينة من قبل الهيئة العامة للشركة

2- حق الشركاء في الشركة الذين يحوزون على 10% من اسهم الشركة ان يطلبوا التفتيش على أعمال الشركة وفيما نسب الى أعضاء مجلس الإدارة (القيلوبي ، سميحة ، المرجع السابق ص490)

أما في القانون الفرنسي في الشركات المساهمة العامة بوجه عام أناط المشرع مهمة تعيين مدقق الحسابات الى الهيئة العامة للمساهمين ، وحرصا على استقلال مدقق الحسابات عن الشركة فقد نص المشرع الفرنسي على أن مدقق الحسابات لا يجوز أن يكون مديرا للشركة التي يراقب حساباتها أو قريبا أو صهرا حتى الدرجة الرابعة ، أو أن يكون مستشارا قانونيا للشركة وتكون

مدة مدقق الحسابات لست سنوات مالية مع إمكانية تجديدها لمرات عدة دون حد أقصى (عبــد الله نهال فتحي المرجع السابق ص 308)

أما في شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير ، فقد أورد المشرع الفرنسي نصا خاصا فيما يتعلق بمدقق الحسابات وهو انه يعين مدقق الحسابات من قبل مجلس الإدارة بعد موافقة لجنــة البورصة بدلا من الهيئة العامة للشركة ، مبررا ذلك بغياب المساهمين في تلك الــشركة وقلــة حضورهم اجتماعات الهيئة العامة وعدم اعتنائهم بإدارة شؤونها ، واقتــصار اهتمــامهم علــى الأرباح التي تدرها أسهمهم.

ويعلق جانب من الفقه على هذا النص (عبدالله نهال فتحي المرجع السابق ص308) بأن المشرع الفرنسي قد خانه التوفيق في هذا الحكم ذلك أن مهمة مدقق الحسابات هي الرقابة على حسابات الشركة وان مجلس الإدارة هو الذي يقوم بتعيينه فهذا يعني أن الرقيب سوف يجري تعيينه من قبل من يتولى رقابته وهذا ما لا يراه ملائما.

وأجاز المشرع الفرنسي لواحد او أكثر من المساهمين الذين يحوزون خمسة بالمئة على الأقــل من رأس المال او للوزير المختص ، و كذلك للجنة البورصة التقدم إلى القضاء بطلب رد مدقق الحسابات خلال ثلاثين يوما من تاريخ تعيينه ويحق لهم كذلك المطالبة قــضائيا بعــزل مــدقق الحسابات مؤسسين طلبهم على خطأ اقترفه أوعدم كفاءتة أو افتقاره الى الحيادية والنزاهة فــي **عمله** (عبد الله، نهال فتحي المرجع السابق ص 310).

2- الرقابة الخارجية:

يدور الحديث عن الرقابة الخارجية حول الجهة التي تتولى سلطة الرقابة وصور تلك الرقابة

1- الجهة التي تتولى سلطة الرقابة:

اختلفت الدول المنظمة تشريعاتها لشركة الاستثمار المشترك حول الجهة التـــي تتــولى ســلطة الرقابة على تلك الشركة ، فالمشرع الانجليزي ترك سلطة الرقابة إلى وزارة الصناعة والتجارة (senard ،المرجع الــسابق ص 259) والمشرعان الأمريكي والفرنسي جعل الجهة التي تتــولى ســلطة الرقابة إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة بالتعاون مع وزارة المالية (Senard ، المرجع الــسابق ص 259).

2. صور الرقابة الخارجية:

إن الهدف من الرقابة الخارجية على شركات الاستثمار هو تمكــين المــدخرين مــن تحويــل مدخراتهم ، مع توفير الأمن القانوني اللازم لتحقيق عائد ومستقر وكذلك للتحقق من سلامة نشاط هذه الشركة و أحكام القانون (المصري حسني المرجع السابق ص 251)

وتنسحب الرقابة السابقة على شركات الاستثمار المشترك إلى سلطة الإشراف علــى عمليــات التأسيس والتحقق من توافر شروط التأسيس ، كالحد الأدنى من رأس المال والشروط الواجــب توافرها في أعضاء مجلس الإدارة ، وكذلك التحقق من الأسلوب الذي ستتبعه الشركة في تكوين حافظتها التكوين الثابت أو المرن أو شبه الثابت .

وتنسحب الرقابة على هذه الشركة أثناء حياتها مثل سلامة نشاط الشركة وغرضها مــع توقيــع الجزاءات على هذه الشركة إن خرجت عن أحكام القانون أو نظام الــشركة ، ويجــوز للجهــة المراقبة أن توقف تداول المعلومات التي تنشرها هذه الشركة حول مركزها المالي متى كانــت غير صحيحة.

أما فيما يتعلق بموقف المشرع الأردني من الرقابة الخارجية على شركات الاستثمار المشترك ، فأنه يتمثل بتعدد الجهات التي منحها القانون سلطة الرقابة الخارجية على شـركات الاسـتثمار وهي وزارة الصناعة والتجارة ومراقب الشركات وكذلك هيئة الأوراق المالية.

فيحق لوزير الصناعة ومراقب الشركات اتخاذ الإجراءات المناسبة للتأكد من تقيد هذه الـشركة بإحكام القانون ومراعاة عقود التأسيس وأنظمتها ونشرة الإصدار وتطبيق القرارات التي تتخذها الهيئة العامة ، وتشمل هذه الرقابة فحص حسابات الشركة وقيودها والتأكد من التـزام الـشركة بالغايات التي أسست من أجلها كما نصت على ذلك م/273 من قانون الشركات.

كما تجيز الفقرة/ أ من المادة/ 275 من قانون الشركات لمراقب الشركات بناء على طلب عـدد من المساهمين يملكون 15% من رأس مال الشركة أو ربع أعضاء مجلس الإدارة إجراء تدقيق لأعمال الشركة ودفاترها ، وللمراقب إذا اقتنع بمبررات هذا الطلب انتداب خبير أو أكثر لهـذه الغاية على نفقة الشركة ، فإذا اظهر في التدقيق وجود مخالفات تستوجب التحقيق فللوزير إحالة الموضوع إلى لجنة تحقيق خاصة برئاسة مراقب الشركات ودراسة التقرير الذي أعده الخبيـر ويحق للجنة الاطلاع على الأوراق والوثائق اللازمة أو التدقيق في بعض الأمور التـي تـرى ضرورة التدقيق فيها .

وتوجب الفقرة/ ب من المادة/ 275 من قانون الشركات على طالبي التدقيق على أعمال الشركة تقديم كفالة مصرفية لصالح الوزارة بالقيمة التي يحددها مراقب الشركات ، لتغطية نفقات التدقيق فيما إذا تبين في النتيجة أن طالبي التدقيق غير محقين في طلبهم ، أما إذا كانوا محقين فتتحمـل الشركة نفقات التدقيق .

كما أجازت م/276 من قانون الشركات للوزير بناء على تنسيب مراقب الشركات تكليف موظفي دائرة مراقب الشركات أو لجنة خاصة للقيام بتدقيق حسابات الشركة والتأكد من عـدم وجـود

مخالفات لأحكام القانون وعقد الشركة ونظامها ، ولهم في سياق القيام بذلك الاطلاع على سجلات الشركة ودفاترها ومستنداتها وتدقيقها في مقر الشركة ، كما يحق لهم توجيه الاستيضاحات لموظفيها ومدققي الحسابات ويعد تخلف الشركة عن الاستجابة لذلك مخالفة لأحكام القانون ، ألا أن الفقرة/ ب من المادة /276 استثنت البنوك وشركات التامين من هذه الإجراءات (يا ملكي أكرم المرجع السابق ص 316 وفي المعنى نفسه العكيلي عزيز ص 324)

كما يحق لكل مساهم الاطلاع على المعلومات والوثائق المنشورة بالشركة والخاصة بها لدى مراقب الشركات والحصول على صورة مصدقة عنها بموافقة مراقب الشركات وأن يحصل من المحكمة على صورة مصدقة عن أي بيانات غير منشورة مقابل الرسم المادة أ /274، إلا أن هناك نصا خاصا عن شركة الاستثمار المشترك في المادة 209 الفقرة ب/6 والتي تنص على انه لا يجوز للمساهم في شركة الاستثمار المشترك ذات رأس المال المتغير أن يطلع على سجلات المساهمين في الشركة ما لم ينص النظام الأساسي على غير ذلك ، ويرى الفقه أن مبرر هذا النص أن ما يهم المساهم في شركة الاستثمار المشترك ذات رأس المال المتغير هو استثماره فقط وليس المساهمين الآخرين وقيمة استثماراتهم وبالتالي يجب أن لا يطلع على سجل المساهمين (العكيلي عزيز المرجع السابق ص 431)

أما بالنسبة لهيئة الأوراق المالية ، فقد نص قانون الأوراق المالية في الفقرة أ/ المادة/15 منه على خضوع شركات الاستثمار لرقابة هيئة الأوراق المالية وفقا لإحكام قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة عنها ، وتخضع شركات الاستثمار إلى التفتيش عليها وتدقيق وثائقها وقيودها وسجلاتها من الجهة المختصة في الهيئة المخولة قانونا بذلك حسب الفقرة/ب من المادة /15 وأوضحت الفقرة/ ج أن المقصود بالقرارات الصادرة بمقتضاه يشمل

الوثائق والقيود والسجلات حيثما وردت البيانات البنكية والمراسلات والمذكرات وملفات الحاسوب أو أي وسيلة لحفظ المعلومات والبيانات كانت خطية أو الكترونية .

كما أشارت م/17 الفقرة أ من قانون هيئة الأوراق المالية إلى حق الهيئة في إجراء أي تحقيق أو تفتيش أو تدقيق لتحديد ما إذا كان أي شخص (ومنها شركة الاستثمار المشترك) قد ارتكب مخالفة أو اتخذت إجراءات تحضيرية ، تؤدي إلى ارتكاب مخالفة لأي أحكام القانون والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضى الهيئة.

وأشارت الفقرة/ ب الى انه يحق للهيئة ومن خلال الجهة المختصة فيها التحقق من أي معلومات أو ظروف أو ممارسات تراها ضرورية وملائمة لتنفيذ أحكام القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه.

وكذلك أشارت الفقرة/ ج من نفس المادة إلى انه يحق للهيئة من خلال الجهة المختصة فيها وفي سبيل إجراء التحقيقات الوارد ذكرها أعلاه القيام بما يلي:

1- تدقيق الوثائق والقيود والسجلات العائدة لأي من الجهات الخاضعة لإشراف ورقابة الهيئة (ومنها شركة الاستثمار المشترك) والحصول على أي نسخ منها والتفتيش عليها دون إشعار مسبق.

2- طلب حضور الشهود وسماع شهاداتهم تحت القسم وتقديم أي وثائق ومستندات ذات علاقة بموضوع التحقيق.

وأشارت الفقرة/د من نفس المادة كذلك إلى انه يحق للهيئة الاستعانة بذوي الخبرة والاختصاص في إجراءات التحقيق والتفتيش المشار إليه في الفقرة /أ من هذه المادة.

وكذلك في سبيل رقابة هيئة الأوراق المالية على شركات الاستثمار أشارت المادة/12 من قانون هيئة الأوراق المالية إلى أنه يتولى مفوضو هيئة الأوراق المالية تحديد المعايير والشروط

الواجب توافرها في مدققي الحسابات والمؤهلين لتدقيق حسابات الشركات المساهمة ومن ضمنها شركة الاستثمار المشترك وحددت الواجبات التي يترتب على المدققين القيام بها .

اما بالنسبة الى موقف المشرع المصري وبالرجوع الى أحكام قانون رقم /95 لسنة 1992 قانون سوق المال لم يجد الباحث نصاً يعالج هذا الموضوع ، واستناداً الى نص المادة الاولى من من هذا القانون الأخير والتي أشارت إلى أنه تسري أحكام قانون الشركات رقم /195 لسنة 1981 فيما لم يرد به نص خاص ، وبالرجوع إلى أحكام هذا القانون الأخير يجد الباحث أن هيئات الرقابة الخارجية تتمثل في جهتين هما :

1- الهيئة العامة لسوق المال.

2- الإدارة العامة للشركات ، وذلك استنادا الى نص المادة /1/155 من قانون الشركات رقم /195 لسنة 1981 ، ويحق للموظفين في هاتين الجهتين القيام بالأعمال التالية:

1- الحق في الاطلاع على السجلات والدفاتر والمستندات في مقر الشركة ، وعلى مديري الشركة ان يقدموا لهم البيانات والمستخرجات وصور المستندات التي يطلبونها لهذا الغرض.

2- الحق في حضور جلسات الهيئات العامة للشركات بناء على إذن خاص من رئيس الجهة التي يتبعها(القيلوبي ، المرجع السابق ص508).

المحور الثالث

النظام الضريبي لشركة الاستثمار المشترك.

تحرص الدول التي نشأت فيها شركات الاستثمار على إيجاد قواعد ضريبية خاصة بها ،إيمانا منها بأن عدم تمتع هذه الشركات بنظام ضريبي خاص بها سيمثل عقبة رئيسه دون استمرار

نجاحها ، وان عدم وجود هذا النظام سيخضع المساهمين في شركة الاستثمار إلى ضريبة ثلاثيه تتمثل في :

- الضريبة المفروضة على توزيعات الإرباح في الشركات التي تمتلك شركات الاستثمار أوراقها وهذه الضريبة تظهر في الشركة التي قامت بهذه التوزيعات.

- الضريبة المفروضة على الأرباح التي تحققها شركة الاستثمار .

- الضريبة المفروضة على الأرباح التي يحققها المساهمون في شركة الاستثمار.

وخضوع المساهمين إلى هذه الضريبة الثلاثية يؤدي إلى نتيجة خطيرة وهي أن المساهمين سوف يتحملون عبئا ضريبيا أشد من تلك التي سيتحملونها فيما لو أرادوا أن يديروا حافظتهم بنفسهم (Molierac ،المرجع السابق ص 25 كما أشار إليه مرجع المصري حسني ،المرجع السابق ص240) ، مما يجعلهم يبتعدون عن استثمار مدخراتهم في شركات الاستثمار.

من أجل ذلك اعتبر المشرعون أن شركات الاستثمار هي وسيط بين المساهمين والشركات الأخرى التي تمتلك أوراقها ، وانه يجب إخضاع هؤلاء المساهمين إلى نفس العبء الضريبي الذي يتحملونه فيما لو أرادوا إدارة حافظتهم بنفسهم ، لذلك قيل بأنه يجب معاملة شركات الاستثمار من الناحية الضريبية على أساس أنها وكيل مكلف بإدارة حوافظ القيم المنقولة لحساب المساهمين (Faffa ،المرجع السابق ص98).

ففي انجلترا قضي التشريع الضريبي بعدم خضوع الأرباح التي تحصل عليها شركة الاستثمار إلا إلى ضريبة الدخل العامة Income tax ،ولا تخضع أرباحها المتحققة من زيادة فرق الأسعار إلى ضريبة الدخل متى توافر شرطان هما:-

- أن تكون هذه الأرباح مخصصه لتكوين الاحتياطي الخاص.
- استخدام الاحتياطي لتعويض الخسائر في رأس المال .

ومعنى ذلك انه لا يجوز لشركات الاستثمار الانجليزية توزيع الاحتياطي الخاص على المساهمين متى أرادت التمتع بهذا الإعفاء الضريبي ، ولا يجوز تخصيص هذا الاحتياطي لغرض آخر غير التعويض عن الخسارة في رأس المال (Ravel ،المرجع السابق ص47)..

أما في الولايات المتحدة الامريكيه فيقرر التشريع الضريبي انه بإمكان شركات الاستثمار الإفلات من أية ضريبة في حالة توافر أربعة شروط وهي :-

- أن تكون شركات الاستثمار خاضعة إلى قانون شركات الاستثمار لضمان خضوعها إلى لجنة البورصة .

- أن لا يزيد الدخل الصافي المتحقق من بيع الأوراق المالية التي بقيت مدرجه في حافظة الشركة لمدة ثلاثة شهور على الأقل ، على 30% من قيمة شراء هذه الأوراق .

- أن يكون 50% من أموال الشركة مستثمره في الأوراق الصادرة عن الدولة التي تضعها لجنة البورصة .

- أن تقوم أدارة الشركة بتوزيع 90% على الأقل من أرباحها المتحققة من إدارة الحوافظ (أرباح الأسهم والسندات وحصص التأسيس) على المساهمين ،وإلا التزمت بدفع 52% من الأرباح التي تخصصها لتكوين الاحتياطي كضريبة ، أما بالنسبة للأرباح المتأتية من فروق الأسعار فأنها إذا قررت عدم توزيعها على المساهمين فإنها تدفع 25% منها كضريبة (Ravel ،المرجع السابق ص48).

بينما قسم للتشريع الفرنسي الإعفاءات الضريبية إلى إعفاءات مقرره لشركات الاستثمار ذاتها وإعفاءات مقرره للمساهمين سواء أكانوا أشخاصا طبيعيين أم أشخاصا معنوية

وتتمثل الإعفاءات الضريبية المقررة لشركات الاستثمار في الإعفاء من ضريبتين الإعفاء من الضريبة النسبية والإعفاء من الضريبة المفروضة على الشركات ، ولكن المشرع الفرنسي اشترط لهذه الإعفاءات توافر ثلاثة شروط وهي :-

- أن تكون هذه الشركات قد تأسست وفقا لقانون شركات الاستثمار.
- أن لا يقل رأس مالها عن 20 مليون فرنك (قبل تبني عملة اليورو).
- أن تلتزم بقيد أسهمها خلال ثلاث سنوات على الأكثر من تاريخ تأسيسها.

وتسمح هذه الإعفاءات المقررة لشركات الاستثمار بأن تحتل مركزا ضريبيا أفضل من ذلك الذي تحتله شركات المساهمة العامة الفرنسية العادية ، وان هذه الشروط تؤكد رغبة المشرع الفرنسي في قصر هذه الامتيازات الضريبية على شركات الاستثمار التي تحمل طابع شركات الادخار (Hamel ،المرجع السابق ص55).

أما الإعفاءات المقررة للأشخاص ، فيجب التفرقة بين الأشخاص الطبيعيين والأشخاص المعنوية.

فبالنسبة إلى الأشخاص المعنوية إذا كانت هذه الشركات شركات تأمين أو شركات بنوك الأعمال مؤسسة لشركات الاستثمار ، فإنها تستفيد من المزايا الضريبية المقررة لشركات الاستثمار ذاتها (الشركات المؤسسة) والتي تسمى الأم ولا تخضع إلى الضريبة النسبية بالنسبة للأرباح التي تحصل عليها من شركات الاستثمار التي تسمى (بالشركات الوليدة) (Ravel ،المرجع السابق ص85) .

أما بالنسبة إلى الأشخاص الطبيعيين فلا تستقطع الضريبة من أرباحهم التي يحصلون عليها من شركات الاستثمار ، وبذلك يصبح مركزهم مساويا لمركز هم فيما لو أرادوا أن يديروا حافظتهم بأنفسهم .

ويؤكد الفقه على أن وجود واستمرار شركات الاستثمار يتطلب وجود امتيـــازات ضــريبية لا تجعلها في مركز ضريبي أدنى من الذي تحتله الشركات المساهمة العادية (المصري حسني ، المرجــع السابق ص246)

موقف المشرع الأردني:

لم يعمد المشرع الأردني الى إيجاد قواعد ضريبية خاصة بشركة الاستثمار المــشترك ، وإنمـــا اخضع هذه الشركة في النظام الضريبي إلى قانون ضريبة الدخل رقم 28 لــسنة 2009 وهـــو قانون مؤقت معمول به من تاريخ نشره في الجريدة الرسمية ، وبالرجوع إلى أحكام هذه القانون يجد الباحث أن المشرع قد اخضع شركة الاستثمار المشترك إلى الضريبة كشركة مساهمة عامة عادية في استيفاء الضريبة منها وذلك استنادا إلى نصوص المواد 2/1/3 والمادة 11/ب/2 فقد نص في المادة 2/1/3منه على أنه يخضع إلى الضريبة أي دخل يتأتى فـــي المملكـــة لأي شخص يجنيه منها بغض النظر عن مكان الوفاء الفوائد والعمولات والخصميات وفروق الأسعار وأرباح الودائع والأرباح المتأتية من البنوك وغيرها من الأشخاص الاعتبارية المقيمة.

وقد عرفت المادة /2 الشخص الاعتباري بأنه الذي يتم تأسيسه أو تسجله وفق أحكام التشريعات الأردنية النافذة وكان له مركز أو فرع يمارس الإدارة والرقابة على عملـــه أو مركـــز إدارتـــه الرئيس أو عمله فيها.

وهذا التعريف ينطبق على الشركات بشكل عام ومنها شركة الاستثمار المشترك .

وبالرجوع إلى نص المادة 11/ب/2 من قانون ضريبة الدخل يجد الباحث أن المشرع الأردني قد أشار إلى انه تستوفى الضريبة عن الدخل الخاضع للضريبة من الشركات المالية ما نسبته 24% من الأرباح في حين كان يستوفي في القـــانون الملغـــى لـــسنة 2004 مـــا نـــسبته 35%مـــن الأرباح(القيسي اعاد حمود ، المالية العامة والتشريع الضريبي ص188 ،سنة 2000 دار الثقافة للنشر والتوزيع) .

باستعراض نصوص هذه المواد يجد الباحث أن المساهم في شركة الاستثمار المشترك يخضع إلى ازدواج ضريبي ، أي انه يخضع إلى ضريبتين وهما:-

1- الضريبة المستحقة على توزيعات الأرباح لشركة الاستثمار المشترك التي تمتلك أوراقها في شركات أخرى ، وهذه الضريبة تظهر في الشركات التي قامت بتوزيعات الأرباح .

2- الضريبة المفروضة على أرباح شركة الاستثمار المشترك .

في حين أعفى المشرع الأردني الضريبة المفروضة على أرباح المساهمين في شركة الاستثمار المشترك ، بدليل نص المادة 8/أ/4 التي أشارت إلى انه يعفى من الضريبة الدخل المتأتي من داخل المملكة من المتاجرة بالحصص والأسهم والسندات واسناد القرض والصكوك وسندات الخزينة وصناديق الاستثمار المشترك والعقود المستقبلية وعقود الخيارات المتعلقة بأي منها باستثناء المتحقق من أي منها للبنوك وشركات الوساطة المالية وشركات التأمين والأشخاص الاعتبارية الذين يمارسون التأجير التمويلي .

يفهم من هذا النص أن أية أرباح توزع على أي شخص طبيعي يعفى من الضريبة باستثناء الذين ذكرتهم هذه المادة.

يستنتج الباحث مما سبق أن المساهم في شركة الاستثمار المشترك يخضع إلى ضريبتين ، وهذا عبء على المستثمر وان مركزه يكون أسوأ مما لو أراد أن يدير حافظته بنفسه حيث لن يخضع إلى أي ضريبة إلا انه يتحمل مخاطر إدارته لحافظته لوحده.

ومن الجدير بالذكر أن قانون ضريبة الدخل الملغى لسنة 2004 كان قد نص في المادة 15/ب على إعفاء 25% من أرباح شراء الأسهم والسندات وبيعها في بورصة عمان وخارجها ومن توزيعات أرباح صندوق الاستثمار المشترك والمتأتية للبنوك والشركات المالية على أن يرد

أرباح هذه الشركة أي مبالغ من النفقات مقابل إعفاء هذه النسبة من الأرباح (الضمور خليل محمـود ، قانون ضريبة الدخل والأنظمة والتعليمات الصادرة منذ سنة 1954 ولغاية 2004 ص18 2005 دار الثقافة للنشر والتوزيع).

يفهم من هذا النص أن المشرع كان قد نص على إعطاء شركة الاستثمار المشترك إعفاءً ضريبيا باعتبارها من الشركات المالية ، ولكن للأسف الغي هذا الإعفاء كاملا بصدور قانون ضريبة الدخل الجديد المؤقت لسنة2009 ، ويبدو أن المشرع مقابل هذا الإعفاء قام بتنزيل نسبة الاقتطاع الضريبة من 35% في القانون الملغى إلى نسبة 24% في القانون الجديد ، ويرى الباحث أنه وإن كان قد قام المشرع بتنزيل نسبة الاقتطاع إلى 24% في القانون الجديد إلا أن جميع الشركات التجارية قد أفادت من هذه النسبة الجديدة .

ويتمنى الباحث أن يتدارك المشرع هذا الأمر بإضافة بند إعفاء ضريبي إلى شركة الاستثمار المشترك وصناديق الاستثمار المشترك أو بإعادة هذا البند الملغى إلى القانون الجديد ، ومن ثم يصبح هناك امتياز ضريبي مما يشجع على الاستثمار في هذه الشركة ، وبالتالي يعود بالنفع على المستثمرين وعلى الاقتصاد الوطني بإيجاد أموال تستثمر بالسوق المالي.

ويرى الباحث أن المشرع الأردني لم يخص شركة الاستثمار المشترك بأية قواعد ضريبية خاصة بها ، إلا انه بالرجوع إلى أحكام تعليمات الاستثمار المشترك لسنة 1999 المعمول بها يجد الباحث أن المشرع قد نص في المادة 14 الفقرة /ه على انه يتوجب أن تتضمن نشرة الإصدار المعلومات الاضافيه ومنها أثر التشريعات الضريبية السارية المفعول على نشاطات الشركة وأرباحها .

بالتمعن في هذا النص يجد الباحث انه لا يفهم منه شيء من حيث إعفاءات ضريبية تعطى لشركة الاستثمار المشترك تتميز بها عن الشركات المساهمة العادية ، بل على العكس إن وضع شركة الاستثمار المشترك من الناحية الضريبية تماما كأي شركة مساهمة عادية ،ويرى الباحث

ايضاً أن عدم وجود امتيازات ضريبية لشركة الاستثمار المشترك هو احد أسباب عدم ظهــور هذه الشركة حتى الأن على الرغم من وجود التنظيم التشريعي لها ، وأن المشرع الأردني مدعو إلى الإفادة من التشريعات الغربية التي لها تجارب كبيرة في شركات الاستثمار وذلك تــشجيعا للمدخرين والمستثمرين سواء من داخل الأردن ومن خارجة للاستثمار في الأردن مما يعود على الاقتصاد الأردني بالنفع بضخ أموال كبيرة في الاستثمار في الأردن ، وكذلك في حماية أمــوال المستثمرين من ادارته أموالهم بنفسهم الذين تنقصهم الخبرة والدراية في كيفية إدارة أموالهم مما يوجد بيئة استثمارية مناسبة في الأردن.

اما بالنسبة الى موقف المشرع المصري من الاعفاءات الضريبية فلم يجد الباحث في قانون رقم 95/ لسنة 1992 ولا في قانون الشركات رقم 159/ لسنة 1981 الى أي نص يشير الى إعطاء المشرع المصري أية إعفاءات ضريبية الى هذه الشركة .

المحور الرابع:

اندماج شركات الاستثمار المشترك

يجيز البعض الاندماج الذي يقع بين شركتين تابعتين لقانون واحد كالاندماج بين شركات التأمين أو بين البنوك (المصري حسني ،الجوانب القانونية الخاصة لاندماج شركات الاستثمار في شركات مساهمة عادية ص3 الطبعــة الاولى1986) ، ولكن تثور المشكلة في الاندماج بين شركة تابعة لنظام خاص كــشركة الاســتثمار المشترك وشركة خاضعة إلى قانون الشركات مما قد يؤدي هذا الاندماج إلى الإضرار بحقــوق المساهمين وحرمانهم من المزايا المقررة لهم نتيجة الاندماج .

لذلك تظهر هذه الدراسة أسباب اندماج شركات الاستثمار المشترك في شركات عاديــة ومــدى جواز الاندماج وصحة شروط الاندماج وموقف المشرع الأردني منه.

إن أسباب اندماج شركات الاستثمار المشترك بوجه عام تتركز في ما يلي :-

1- قد تتركز أسهم شركة الاستثمار المشترك في أيدي مجموعات مالية قليلة وبعض المؤسسين مما يحول دون انتشار أسهم الشركة بين جمهور المدخرين

2- الطابع المغلق في شركة الاستثمار المشترك أي ذات رأس المال الثابت ، إذ لا يجوز تغيير رأس مالها بالزيادة أو بالتخفيض إلا بأتباع إجراءات معينة عن طريق الهيئة العامة غير العادية ، وهذا يترتب عليه أن المدخر لا يستطيع الدخول إلى الشركة ما لم يجد مدخرا آخر يريد الخروج ويقبل التنازل عن أسهمه ، وكذلك قد يضطر إلى أن يبقى أسير الشركة ما لم يجد من يقبل شراء أسهمه كلها أو بعضها ، لذلك فإن كلا من المنسحب أو المنظم إلى هذه الشركة يكون عرضه لقانون العرض والطلب في البورصة (المصري حسني ،الجوانب القانونية الخاصة لاندماج شركات الاستثمار في شركات مساهمة عادية ص14 الطبعة الاولى1986) .

ويكفي لصحة اندماج شركة الاستثمار المغلقة في شركة مساهمة عادية أن يتقرر الاندماج عن طريق الهيئة العامة غير العادية أن يتوافر شرطا نصاب الحضور والتصويت اللازمان لصحة القرار ، وبالتالي فأن شركة الاستثمار المغلقة تفقد جميع القواعد الآمرة والامتيازات الضريبية ، ولا يعتبر هذا الاندماج تعديلا لغرض الشركة المندمجة ، وإنما يعتبر عملا مختلفا تماما وهو في الحقيقة اندماج بطريق الضم ويؤدي إلى حل شركة الاستثمار المشترك المندمجة واختفائها وزوال شخصيتها والتخلي عن نظامها الخاص بمجرد الاندماج ، وبالتالي تصبح خاضعة إلى قانون الشركة الدامجة وهو قانون الشركات (المصري حسني ، المرجع السابق ص35).

وهذا ما تبناه المشرع الفرنسي في تعديله على قانون شركة الاستثمار سنة1970 بأجازة اندماج شركات الاستثمار في شركات مساهمة عادية بطريق الضم أو الانقسام حتى لو كانت الشركة المندمجة أو الدامجة غير خاضعة إلى قانون شركة الاستثمار ، وانما يكفي توافر شرطي نصاب

والتصويت لصحة هذا القرار ، باستثناء تغيير جنسية الشركة أو زيادة التزامات المساهمين اللذين يشترط فيهما أن يكون قرارها بالإجماع من المساهمين في الشركة (المصري حسني ،المرجع السابق ص51)

أما موقف المشرع الأردني فقد اشترط أربعة شروط لصحة الاندماج وهي:-

1- وجوب الاندماج بين شركات قائمة ومتمتعة بالشخصية المعنوية .

تبنى المشرع الأردني في اندماج الشركات الداخلة في الاندماج تمتعها بالشخصية المعنوية ، وبذلك فقد منع الشركات في مرحلة التصفية من الاندماج (المادة 254 والمادة258 من قانون الشركات) وقد حدد المشرع مدة التصفية من سنة إلى ثلاث سنوات كحد أقصى ، وان هذه المدة هي لإتمام التصفية وليس لأعمال أخرى كالاندماج ، وان عملية الاندماج في مرحلة التصفية تحتاج إلى قرار هيئة عامة غير عادية ، إلا أنه في مرحلة التصفية تكون أجهزة الشركة وإداراتها قد انقضت صلاحياتها ويتولى المصفي أعمال التصفية وليس من صلاحيات المصفي من الناحية القانونية اتخاذ قرار باندماج الشركة (فايز اسماعيل بصبوص ، الآثار القانونية المترتبة على اندماج الشركات المساهمة العامة ، رسالة دكتوراه جامعة عمان العربية ص33، سنة2006) .

2- وجوب تماثل الأغراض وغايات الشركة في الاندماج .

اشترط المشرع الأردني صراحة لصحة الاندماج في نص المادة /222 الفقرة/ أ من قانون الشركات أن يتم الاندماج بين شركات متماثلة في الأغراض والغايات ، على عكس موقف المشرع والفقه الفرنسيين في جواز اندماج شركات مختلفة في الغايات والأغراض ، وذلك لاعتبارات اقتصادية تقوم على أساس انه إذا كانت الغاية من الاندماج خلق وحده اقتصادية أكثر فاعلية وإنتاجية فإن نشاطها يجب أن يكون متماثلا أو أن يكمل بعضه بعضا (بصبوس فايز اسماعيل ، المرجع السابق ص38) ، وهذا يعني أن شركة الاستثمار المشترك لا يصح اندماجها إلا مع شركة

استثمار مشترك أخرى لها نفس الغايات والأغراض وليس لها الاندماج مع شـــركات مـــساهمة عامة مختلفة في الغايات كشركات التأمين وغيرها ، على عكس ما تبنـــاه المـــشرع الفرنـــسي بإجازة هذا الاندماج.

3- جواز الاندماج في الشركات المتماثلة في الشكل

يجيز المشرع الأردني عموما الاندماج بين الشركات المختلفة في الشكل القـــانوني دون تمييـــز بينها ، وذلك استنادا إلى نص المادة /223 من قانون الشركات بقوله "إذا اندمجت شـــركتان أو أكثر من نوع واحد في إحدى الشركات القائمة أو لتأسيس شركة جديدة فتكون الشركة الدامجـــة أو الشركة الجديدة من ذلك النوع ، على أنه يجوز للـــشركة المحـــدودة المـــسؤولية أو شـــركة التوصية بالأسهم أو المساهمة الخاصة الاندماج في شركة مساهمة عامة قائمة أو لتأسيس شركة مساهمة عامة جديدة "

يلاحظ أن المشرع الأردني أجاز اندماج الشركات المتحدة أو المتماثلة في الشكل القـــانوني أيـــا كان نوعها ، كالاندماج بين شركات التضامن أو بين شركات التوصية البـــسيطة أو المحـــدودة المسؤولية ، ولكن يشترط أن تكون الشركة الدامجة أو الناتجة عن الدمج من نفس نوع الشركات المندمجة ، وكذلك أجاز الاندماج بين الشركات ذات المسؤولية المحدودة وشـــركات التوصـــية بالأسهم والشركات المساهمة الخاصة و أن ينتج عنها شركة مساهمة عامة.

ويهدف المشرع من ذلك أن لا يتغير المركز القانوني للمساهم بحيث لا يزيد من التزاماته في الشركة الدامجة ، ولذلك يصح القول بأن المشرع الأردني يرفض الاندماج بين شركات مساهمة عامة أو محدودة المسؤولية أو توصية بالأسهم أو مساهمة خاصة مع شركة تضامن وينتج عنها شركة تضامن ، تصبح مسؤولية المساهمين في الشركة الدامجة شخصية غير محدودة وتضامنية في أموالهم الخاصة وليس بمقدار حصصهم في رأس المال .

4- جواز الاندماج بين الشركات من جنسيات مختلفة

أجاز المشرع الأردني في نص المادة /222 الفقرة أ بند /3 اندماج فروع وكـالات الـشركات الأجنبية العاملة في المملكة الأردنية الهاشمية في شركة أردنية قائمة أو جديدة وبهذا الانـدماج تنقضي تلك الفروع والوكالات وتزول الشخصية الاعتبارية لكل منهما .

يفاد من هذا النص ، جواز اندماج الشركات الأجنبية مع الشركات الأردنية شريطة تكوين شركة جديدة ، وهي شركة مساهمة عامة أردنية وذلك حتى لا يؤدي إلى الإضرار بالاقتصاد الوطني والى تصدير رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج أو الإضرار بالمساهمين ، بإضـافة أعبـاء جديدة إليهم نظرا لاختلاف قوانين البلدان الأخرى (بصبوص فايز إسماعيل ، المرجع السابق ص 48)

يذكر أن المشرع الأردني يتطلب لإجازة الاندماج اجتماع هيئة عامة غيـر عاديـة ويتطلـب الحصول على الموافقة بأغلبية 75% من الأسهم الممثلة بالاجتماع ، وذلك استنادا إلـى نـص المادة 175 الفقرة ب من قانون الشركات

إلا أن المشرع الأردني قد أورد نصا خاصا بشركة الاستثمار المشترك فيما يتعلـق بالانـدماج وذلك في المادة 209 /ب/7 بقوله في حالة اندماج شركة الاستثمار المشترك ذات رأس المـال المتغير مع شركة أخرى فليس للمساهمين الذين اعترضوا في اجتماع الهيئة العامة غير العادي على الاندماج المطالبة بقيمة أسهمهم بالطريقة الواردة في المادة 235 من قانون الشركات ، إلا أنهم يحتفظون بحقهم في مطالبة الشركة باسترداد أسهمهم حسب ما ينص عليه البنـد /4 مـن الفقرة /ب من هذا القانون .

يفهم من هذا النص أن المساهمين في شركة الاستثمار المشترك ذات رأس المال المتغير الـذين يعترضون على الاندماج ، ليس لهم أن يطعنوا بقرار الاندماج لدى محكمة العدل العليا حسب ما

جاء في نص المادة /235 من قانون الشركات وإنما لهم الحق في استرداد قيمة أسهمهم حسب نص المادة /209 البند الرابع الفقرة /ب من قانون الشركات (العكيلي عزيز ، المرجع السابق ص432).

الفصل الخامس

متطلبات الاستثمار في الأردن

حظي موضوع الاستثمار في الأردن بأهمية خاصة طيلة الأعوام السابقة وقد بـذلت الحكومـة الأردنية قصارى جهدها لتشجيع الاستثمار في الأردن وإزالة العقبات التي تعترض سبيله ، لذلك عمدت الحكومة الأردنية الى إصدار حزمة من التشريعات الاقتصادية التي تهدف الـى تـوفير مناخ استثماري متميز، يستقطب رأس المال العربي والأجنبي للاستثمار في الأردن ومن اهـم هذه التشريعات قانون ترويج الاستثمار المؤقت رقم/67 لسنة 2003وقانون الاستثمار المؤقـت وتعديلاته رقم /68 لسنة2003 وقانون تنمية البيئة الاستثمارية والانشطة الاقتصادية رقـم/71 لسنة 2003 ، والتي تعنى بالاستثمارات المباشرة والتي لن يتطرق الباحث اليها كونها تخـرج عن موضوع الأطروحه.

وكذلك موضوع الاستثمار المالي في الأوراق المالية من الموضوعات التي اهتمـت الحكومـة الأردنية بتنظيمها ، وذلك بإصدار القوانين والأنظمة المنظمة لها ومنها قانون الأوراق الماليـة رقم 76 لسنة 2002 وذلك تشجيعا للاستثمار في الأوراق المالية ، وبأعتبار شركة الاسـتثمار المشترك من الشركات التي تعنى بالاستثمار بالأوراق المالية واستنادا الى نـص المـادة 209 الفقرة /أ من القانون المذكور تنظم أعمال هذه الشركة وفق قانون الأوراق المالية.

لذلك سيدور هذا البحث حول المؤسسات المالية في الأردن وما أهدافها وصلاحياتها، وأهـداف ومتطلبات الاستثمار القانونية في الأردن و أهداف المستثمر للاستثمار بالأوراق المالية ، و مدى توافر هذه المتطلبات في قانون الأوراق المالية ، وأخيرا سيدور البحث حول أسباب عدم وجود شركات الاستثمار المشترك في الأردن.

المحور الأول

مؤسسات سوق رأس المال في الأردن

تشجيعا لسوق المال في الأردن ، فقد أصدر المشرع الأردني قانون هيئة الأوراق المالية المؤقت رقم (23)لسنة2002 والذي يعتبر من أهم التشريعات الاقتصادية والذي يهدف الى إعادة هيكلة سوق المال حسب المعايير العالمية والعمل على زيادة الإفصاح وتوفير الخدمات المالية ، وذلك تعزيزا لمبدأ حماية الاستثمار(أرشيدات ممدوح ،التشريعات المالية والمصرفية في الأردن ص236).

وقد انشأ هذا القانون ثلاث مؤسسات مالية وهي:-

1-هيئة الأوراق المالية.

2- بورصة عمان (سوق عمان المالي).

3- مركز إيداع الأوراق المالية.

وفي هذا القانون فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي ، حيث يتولى مهمة الرقابة والتشريع هيئة الأوراق المالية ويتولى الدور التنفيذي كل من بورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية وفيما يلي تحليل موجز عن هذه الهيئات الثلاث.

أولا : هيئة الأوراق المالية

وهي هيئة رسمية ترتبط برئيس الوزراء ولها شخصية معنوية وتتمتع باستقلال مالي واداري، وتهدف هيئة الأوراق المالية في المادة/8 من قانون الاوراق المالية رقم /76 لسنة 2002 الى ما يلي:-

أ- حماية المستثمرين في الأوراق المالية من خلال توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعاون في الأوراق المالي.

ب- تنظيم سوق رأس المال وتطويره بما يكفل تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية.

ج- حماية سوق رأس المال من المخاطر التي قد يتعرض لها.

وفي سبيل تحقيق أهدافها تتولى الهيئة المهام والصلاحيات التالية:-

أ- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها.

ب- ضمان إفصاح المصدرين بشكل كامل ودقيق عن المعلومات الجوهرية اللازمة للمستثمرين والمتعلقة بالإصدارات العامة للأوراق المالية .

ج- تنظيم ومراقبة الإفصاح بما في ذلك التقارير الدورية التي يعدها المصدرون

ه-تنظيم شؤون الترخيص والاعتماد ومراقبة أعمال المرخص لهم والمعتمدين في سوق الأوراق المالية.

د- تنظيم ومراقبة السوق وأسواق تداول الأوراق المالية .

و- تنظيم المركز ومراقبته.

ي- تنظيم صناديق الاستثمار المشترك وشركات الاستثمار.

ويتولى إدارة هيئة الأوراق المالية مجلس يسمى مجلس المفوضين يتألف من خمسة أعضاء من بينهم الرئيس ونائب الرئيس ، ويشترط أن يكونوا أشخاصا طبيعيين وأردنيين متفرغين ومن أصحاب الخبرة في شؤون الأوراق المالية ، ويقوم رئيس الوزراء بتعيينهم لمدة خمس سنوات على أن يقترن قرار تعيينهم بالإرادة الملكية.

وقد نصت المادة /12 من قانون الأوراق المالية على مهام وصلاحيات إدارة المجلس وهي كما يلي :-

أ- رسم السياسة العامة للهيئة ووضع البرامج لتنفيذها.

ب- الموافقة على تداول أي ورقة مالية خارج السوق.

ج- الموافقة على إدراج أي ورقة مالية أردنية لدى أي سوق تداول أوراق مالية خارج المملكة.

د- رفض طلب تسجيل الأوراق المالية أو وقف أو منع أي إصدار لها.

ه- تعليق أو وقف التعامل بأي ورقة مالية للمدة التي يراها مناسبة.

و- الموافقة على إنشاء وتسجيل صناديق الاستثمار المشترك.

ز- منح الترخيص والاعتماد الذي يصدر بموجب أحكام هذا القانون.

ح- تقييد أو تعليق أو إيقاف أو إلغاء الترخيص أو الاعتماد الممنوح لأي شخص للمدة التي يراها مناسبة.

ط- تجديد الترخيص أو الاعتماد الممنوح لأي شخص أو عدم تجديد أي منهما .

ي- تحديد الرسوم المتعلقة بإصدار الترخيص أو الاعتماد وتجديد أي منهما .

ك- الموافقة على تحديد بدل الخدمات والأجور والعمولات التي يتقاضاها كل من السوق والمركز بمقتضى أنظمتها الداخلية.

ل- تحديد العمولات التي تتقاضاها شركة الخدمات المالية أو المرخص له من عملائهم بحدودها الدنيا والعليا.

م - اعتماد المعايير المحاسبية ومعايير التدقيق ومعايير تقويم الأداء التي يجب على الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة التقييد بها .

ن- تحديد المعايير والشروط الواجب توافرها في مدققي الحسابات المؤهلين لتدقيق حسابات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها .

س- إقامة علاقات التعاون مع هيئات الأوراق المالية العربية والأجنبية والمنظمات العربية والإقليمية والدولية المختصة بأسواق المال .

ع- النظر في القرارات الصادرة عن السوق والمركز ووقف تنفيذ أي منها .

ف- إصدار التعليمات اللازمة لإدارة الهيئة وأي تعليمات أو قـرارات لتنفيـذ هـذا القـانون والأنظمة الصادرة بمقتضاه أو تعديل تلك التعليمات أو القرارات أو إلغاؤها.

ص- إعداد مشروعات القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية .

ر- أي أمور أخرى يرى الرئيس عرضها على المجلس.

يلاحظ الباحث أن أهداف هيئة الأوراق المالية تهدف الى بسط سيطرتها على الـسوق المـالي بتنظيم سوق الأوراق المالية ومراقبة اعمال الاشخاص المتعاملين بالاوراق المالية كدور رقابي ، وكذلك لها دور تشريعي وتنظيمي كاعداد مشروعات القوانين ، لذلك فهي تعتبر هيئة رقابيـة تطويرية تهدف الى إعادة هيكلة سوق المال حسب المعايير الدولية والعالمية ، وتدعو الى إعادة هيكلة الاستثمار ، كما تعمل على زيادة الشفافية والإفصاح وتوفير الخدمات المالية، كذلك لهـا دور عقابي في ايقاع العقوبات على المخالفين تعزيزا لمبدأ حماية الاستثمار.

ثانيا :السوق المالي (البورصة)

وهو السوق المالي الوحيد المرخص له بالتعامل بالأوراق المالية ، وهـو يتمتـع بالشخـصية المعنوية ذات استقلال مالي وأداري وهو سوق منظم ويخضع لرقابة وأشـراف مجلـس هيئـة الأوراق المالية ، ويدير السوق مجلس إدارة ومدير تنفيذي متفرغ وتكون عضوية السوق مـن الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم أو أي جهات أخرى يحددها المجلس.

ويتألف مجلس السوق المالي من سبعة أشخاص حيث يضم عـضوية اثنـين يمـثلان البنـوك المرخصة التي لها شركات مالية ، وعضوين من شركات الخـدمات الماليـة المـرخص لهـا كوسطاء ماليين وثلاثة أعضاء من القطاع الخاص من ذوي الخبرة فـي المجـالات القانونيـة والمالية يعينهم مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية ، وتكون مدة العضوية ثلاث سنوات ويعين المجلس مديرا تنفيذيا متفرغا لإدارة البورصة .

وقد حددت المادة /20 من النظام الداخلي للبورصة المهام التي تقوم بها وهي :

1- وضع وتطبيق الإجراءات الكفيلة بضمان تداول كفؤ وشفاف ومنصف للمتعاملين بـــالأوراق المالية .

2- مراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات.

3- فرض العقوبات التأديبية على المخالفين لأحكام القانون.

4- إعداد تقارير ونشر المعلومات عن أنشطة البورصة .

5- إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات العالمية والمنظمات العالمية بمجال الأوراق المالية .

6- تملك الأموال والحقوق التي تراها البورصة ضرورية.

7- إبداء رأيها في التشريعات ذات العلاقة بعمل البورصة وتقديم اقتراحاتها .

8- وضع معايير السلوك المهني والعمل على رفع مستوى الأداء المهني لأعضائها.

كذلك حددت المادة /16 من النظام الداخلي للبورصة صلاحيات البورصة وهي:

في مجال إدارة وتطوير البورصة:

1- اتخاذ ما يلزم لتطبيق أحكام القانون والأنظمة والتعليمات.

2- مراقبة أعمال البورصة من أجل حماية مصالح المستثمرين بالبورصة والتأكد أن التعامـــل يتم على أسس سليمة وعادلة .

3- تحديد أيام وساعات التداول في البورصة.

4- إقرار الموازنة وتعيين مدقق حسابات .

5- الإشراف على توفير ونشر معلومات وبيانات كافية عن تداول الأوراق المالية.

في مجال وضع الأنظمة الداخلية والتعليمات اللازمة لإدارة شؤون البورصة:-

1- إدراج وتداول الأوراق المالية.

2- الرسوم والعمولات والأجور والبدلات التي تتقاضاها البورصة.

3- معايير السلوك المهني والتي تطبق على أعضاء البورصة.

4- المعلومات والبيانات والسجلات التي تعتبر سرية والأشخاص المفوضين بالاطلاع عليها بحكم عملهم.

5- المعلومات والبيانات والسجلات التي يتوجب على البورصة الإفصاح عنها ويجوز للجمهور الاطلاع عليها .

6- حل النزاعات بين أعضاء البورصة وبين الأعضاء والمتعاملين .

يلاحظ الباحث أن هدف السوق المالي(البورصة) توفير سوق يتسم بالعدالة والشفافية ، وتأمين بيئة قوية وآمنة لتداول الأوراق المالية ومنع الخداع والغش والاعمال المحظورة لعمليات التداول من خلال توفير المناخ الناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب وترسيخ اسس التداول السليم.

نظام التداول الالكتروني:-

قامت بورصة عمان بتطبيق نظام التداول الالكتروني اعتبارا من شهر آذار عام 2000 وهذا النظام مأخوذ عن النظام الفرنسي ومدعم من بورصة باريس ومركز الإيداع الفرنسي ، ويتم التداول في السوق المالي من خلال قائمة التداول الإلكترونية عن طريق (Remote Trading) (المتاجرة عن بعد) من خلال مكاتب شركات الوساطة المالية المرخصة ، وبإمكان الوسطاء التداول في الأوراق المالية من خلال أماكن تواجدهم في مكاتبهم دون الحاجة الى التواجد في

قاعة التداول الإلكتروني ، ويتم التداول من خلال إدخال كافة الأوامر (للبيع والشراء)عن طريق الكمبيوتر ، ومن ثم متابعة العرض والطلب للأوراق المالية وتحديد السعر وتنفيذه.

وتكون قاعة التداول في سوق عمان المالي أو القاعات الخاصة بشركات الوساطة مجهزه بشاشات عرض كبيرة لبث العمليات التي تجري في السوق للجمهور ، بالإضافة الى الربط المباشر مع وكالات الأنباء العالمية يشكل حي ومباشر لنقل المعلومات الى كافة أنحاء **العالم**(أرشيدات ممدوح ، المرجع السابق ص255).

ثالثا:- مركز إيداع الأوراق المالية:

يعرف مركز الإيداع للأوراق المالية بأنه جهة تقوم بتسهيلات لحملة الأسهم تسمح بتسجيل وتسوية صفقات التداول من خلال قيود دفترية ، حيث يتم إثبات ملكية الأوراق المالية إلكترونيا وليس بشهادات الملكية الورقية ، ويتم إيداع شهادات الأوراق المالية المملوكة لأول مرة ، فتنتهي مرحلة الشهادات لتنتقل الى مرحلة تجميد استعمال الشهادات ، للوصول الى مرحلة الحفظ الإلكتروني الكامل لملكية الأوراق المالية (الطراد إسماعيل إبراهيم ،عباد جمعه محمود ، التشريعات المالية والمصرفية في الأردن سنة 2000 ص177)

هذا وقد نصت المادة /76 من قانون الأوراق المالية على إنشاء مركز إيداع الأوراق المالية ذي شخصية معنوية وذات استقلال مالي وأداري يتولى ادارتة مجلس إدارة ومدير تنفيذي متفرغ ، ويعين المدير بقرار من مجلس إدارة المركز بعد الاستئناس برأي مجلس الهيئة، ويحظر على المدير القيام بأي عمل آخر أو أن يكون شريكا أو مساهما أو عضوا في مجلس إدارة أو موظفا في أي شركة أو ممثلا لها ، ويهدف المركزبصورة خاصة الى تعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية وتمكينهم من متابعة استثماراتهم بالأوراق المالية بسهولة ويسر ،وذلك من خلال بناء

سجل مركزي لحفظ الاوراق المالية ، بالاضافة الى الحد من المخاطر المتعلقة بعمليات التسوية للأوراق المالية (المادة/90 من قانون الاوراق المالية رقم /76 لسنة 2002).

مهام مركز الإيداع :

حددت المادة /77 من قانون الأوراق المالية مهام مركز إيداع الأوراق المالية وهي:

1- تسجيل الأوراق المالية.

2- إيداع الأوراق المالية.

3- أجراء التقاص والتسوية للأوراق المالية.

الأعضاء الملزمون بعضوية مركز الإيداع:

نصت المادة/82 من قانون الأوراق المالية على أعضاء مركز الإيداع وهم الجهات التالية:

1- الشركات المساهمة العامة.

2- المصدر العام.

3- الشخص الاعتباري المرخص له بممارسة أعمال الوسيط.

4- الحافظ الأمين .

5- أي جهة يحددها المجلس.

هذا وقد نصت الفقرة /ب من المادة /82 من قانون الأوراق المالية على ما يلي:

1- لموظفي المركز المخولين من المرجع المختص التفتيش على وثائق وسجلات أي من أعضائه والحصول على نسخ منها ، سواء أكان ذلك بإشعار أو دونه وذلك فيما يتعلق بمهام المركز ، شريطة أن يتم التفتيش في ساعات العمل.

2- يعتبر شرطا للعضوية في المركز سماح العضو للموظف بالقيام بأعمال التفتيش على الوثائق والسجلات .

المحور الثاني

متطلبات وأهداف الاستثمار في الأوراق المالية

تدرك الحكومات أهمية الاستثمار ودوره في تحقيق تنمية اقتصادية جديدة ، وتدرك أيضا أهمية التوجه لتهيئة بيئة استثمارية ملائمة للاستثمار المحلي والأجنبي ، وفي اتخاذ ما يلزم من إيجاد فرص استثمارية ناجحة، والسؤال الذي يطرح هو ما هي متطلبات المستثمر لتحقيق أهدافه في الاستثمار في الأوراق المالية ؟

هنالك عدة متطلبات ودوافع للاستثمار يورد الباحث منها :

اولا: توفير المناخ الاستثماري الملائم والاستقرار السياسي والاجتماعي.

يقصد بالمناخ الاستثماري مجموعة العوامل التي تؤثر في العملية الاستثمارية والمستثمر بشكل عام ، وهذه العوامل تتكون من مجموعتين هما :-

1- العوامل المؤثرة في الاستقرار السياسي والأمني في البلد ومدى تطور البنية التحتية بجوانبها المادية والمؤسسية والديمقراطية والتشريعية

2- حداثة ويسر تطبيق القوانين والأنظمة والسياسات وحداثة المؤسسات الاقتصادية والمالية (الساكت بسام ، آفاق الاستثمار الجديدة في الأردن ، محاضره ألقيت في منتدى عبد الحميد شومان بتاريخ 2000/9/11).

ويرى احد الشراح (السامرائي دريد محمود ، الاستثمار الأجنبي المعوقات والضمانات القانونية ، مركز دراسات الوحدة العربية بيروت 2006 ص 97) أن توافر المناخ الاستثماري الملائم يعني توافر الحماية القانونية الكافية للاستثمارات ومعاملتها معاملة تفضيلية ، وذلك بإيجاد قانون للاستثمار يعطي أكبر قدر من الضمانات القانونية ، كتوفير الحماية القانونية ، وتوفير المعلومات عن الشركات ، وتوقير المزايا الاقتصادية كوجود إعفاءات ضريبية، ويستجيب الى حقوق المستثمرين .

ثانيا :وجود أسواق رأس مال قوية (البورصة) تؤدي دورا كبيرا في تنظـيم تـداول الأوراق المالية ، مما يشجع المستثمرين على الاستثمار في هذه الأوراق ، ومن ثم فـأن غيـاب هـذه الأسواق وحداثة تنظيمها وصغر حجمها يخلق كثيرا من المشاكل في وجه الاستثمار.

ثالثا : إصدار القوانين التي من شأنها تشجيع الاستثمارات وتطوير أسـواق المـال وتنـشيط بورصات الأوراق المالية ، مع ضرورة استقرار هذه القوانين والأنظمة المنظمة للاستثمار، لأن عدم استقرار هذه القوانين والأنظمة من شأنه أن يؤثر سلبا على مصالح المستثمرين ، واستمرار هذه الحالة يولد الشعور أيضا بعدم الرضا والاطمئنان بسبب كثرة التعديلات التشريعية ، إضافة الى وجوب تقديم امتيازات للمستثمرين كالإعفاء الضريبي أو التخفيف منه أو إعطاءه تسهيلات مالية تشجيعا لهم(السامرائي دريد محمود ، المرجع السابق ص 96).

رابعا :توفير الضمانات والحماية القانونية للمستثمرين .

كتوفير ضمان سلامة الإجراءات في سوق المال ، وتوفير المعلومات الـشفافة فـي الـسوق ، والرقابة على التداول في البورصة ، وتمكين المستثمر من الحصول على نتائج أعمال الشركات طوال سنتها المالية وتعميم هذه النتائج على إلانترنت وغيرها ، وذلك لتمكين المستثمر من تحديد قراره الاستثماري في سوق الأوراق المالية .

خامسا:إيجاد الفرص الاستثمارية ذات الجدوى الاقتصادية.

إن تحديد الفرص الاستثمارية ذات الجدوى الاقتصادية وتوفير المشاريع المربحة من شأنهما أن يجلبا رأس المال مع توفير أمان ورقابة عادلة لهذه الاستثمارات ، لذلك لابد من توفير مؤسسات مالية متخصصة بالاستثمارات المالية وتمتلك الخبرة والمعرفة الكافية لعمليات السوق كصناديق الاستثمار المشترك وشركات الاستثمار المشترك ، لأن شراء المستثمر للأوراق المالية يـؤدي الى زيادة نسبة السيولة في سوق المال الأمر الذي يساعد في توفير المزيد مـن الاسـتثمارات

الجديدة ويؤدي الى رفع القيمة الاسمية للأسهم وينعكس ذلك إيجابا على ثروة المستثمر بالإضافة الى مردود السهم من توزيع الأرباح (الساكت بسام المرجع السابق ص19) .

المحور الثالث :

مدى توافر المتطلبات القانونية في شركة الاستثمار المشترك

أوضحت المادة/209 من قانون الشركات الاردني أن غايات شركة الاستثمار المشترك وأهدافها استثمار أموالها وأموال الغير في الأوراق المالية وان أعمالها تنظم وفق قانون الأوراق المالية.

وعليه لا بد من تناول أحكام قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 76 لسنة 2002 وذلك لبيان مدى توافر المتطلبات القانونية وفقا لهذا القانون .

وبالتمعن في أحكام قانون الأوراق المالية ، يجد الباحث أن هذا القانون قد اشتمل على عدة أحكام تهدف الى توفير الحماية القانونية للمستثمر وتهدف أيضا الى تشجيع الاستثمار.

وفيما يلي بيان هذه الأحكام :-

أولا :الرقابة القانونية

أوضحت المادة /15 من هذا القانون الجهات الخاضعة إلى رقابة هيئة الأوراق المالية وإشرافها وهي:

1- المصدرون .

2- المرخص لهم.

3- المعتمدون .

4- السوق (سوق عمان المالي) (البورصة).

5- المركز (مركز إيداع الأوراق المالية).

6- صناديق الاستثمار المشترك وشركات الاستثمار .

ولكن ما هي أدوات الرقابة والإجراءات القانونية التي تمارسها الهيئة تجاه ما ذكر ؟

1- **أدوات الرقابة :**

أ- للهيئة الحق في الاطلاع على سائر الأوراق والوثائق والمستندات والسجلات الخاصة بالجهات الخاضعة لها أو طلب نسخ عنها أو الاحتفاظ بها.

ب- تشمل الوثائق والقيود والسجلات البيانات البنكية والمراسلات والمذكرات والوثائق وملفات الحاسوب أو أي وسيلة لحفظ المعلومات والبيانات سواء أكانت خطية أم إلكترونية.

يذكر أن قانون الأوراق المالية القديم الملغى كان قد نص على فقرتين بالإضافة الى ما ذكر في البند أ و ب وهما :

- على جميع الجهات تسهيل مهمة موظفي الهيئة في أعمال الرقابة وتلبية طلباتهم من أوراق ومستندات .

- على جميع الجهات غير الخاضعة إلى رقابة الهيئة من وزارات ومؤسسات ودوائر حكومية وأشخاص تزويد الهيئة بأية معلومات ووثائق وذلك تحت عقوبة عدم الاستجابة لطلبها.

ويتمنى الباحث على المشرع إعادة هاتين الفقرتين خاصة وان القانون ما يزال قانونا مؤقتا تعزيزا لمفهوم الرقابة .

ج- دور أمين الاستثمار في الرقابة من خلال متابعة ادارة استثمارات شركة الاستثمار المشترك وتقييمها للتحقق من أن جميع العمليات الاستثمارية التي يجريها مدير الاستثمار تنفق مع الاسس والاهداف الاستثمارية للشركة ، ومن ضمن الأعمال التي يقوم بها أمين الاستثمار هي:

1- الاشراف على ادارة استثمارات شركة الاستثمار المشترك والتأكد من تطبيق الانظمة والقرارات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية بما يحقق مصلحة المستثمرين(اشارت تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة2005 الى هذه المهمة في المادة /23).

2- الاطلاع على ملفات وسجلات مدير الاستثمار الخاصة بشركة الاستثمار المشترك وطلب اية معلومات منه.

3- تزويد الهيئة بتقارير دورية عن نشاط شركة الاستثمار المشترك وأعلام الهيئة عن أي مخالفة يرتكبها فور علمه بها ، والطلب من مدير الاستثمار بتصويب المخالفة فوراً ، واذا لم يستجيب للطلب يتحمل مدير الاستثمار تبعة ذلك. (كذلك اشارت تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة2005 الى هذه المهمة في المادة /24).

4- على أمين الاستثمار مراجعة التقارير المعدة من قبل مدير الاستثمار وإبداء رأيه فيها ، وتزويد شركة الاستثمار المشترك بهذا الرأي مرة كل ثلاثة أشهر على الأقل.

5- مسك سجلات محاسبية الضرورية لممارسة أعمالة الخاصة بشركة الاستثمار المشترك التي يديرها او يشرف عليها بصورة صحيحة ومنظمة وفقاً للمعايير المحاسبية المعتدة

2- الإجراءات القانونية:

للهيئة الحق في اتخاذ الإجراءات القانونية والتي تتمثل بما يلي :

1- للهيئة بعد إجراءات التحقيق في الأمر إزالة المخالفة وتصويب الأوضاع.

2- فرض غرامات مالية .

3- عقوبات قد تصل الى حد السجن ثلاث سنوات.

4- معاقبة الشريك والمتدخل والمحرض.

ثانيا :التحقيق والتفتيش:

استنادا الى نص المادة /17و/21 من قانون الأوراق المالية فأنه يحق للهيئة إجراء ما يلي :

1- يحق للهيئة من خلال الجهات المختصة إجراء أي تحقيق أو تفتيش أو تدقيق لتحديد ما إذا كان أي شخص قد ارتكب مخالفة أو اتخذ أي إجراءات تحضيرية تؤدي الى ارتكاب مخالفة لإحكام هذا القانون والأنظمة الصادرة بموجبة

2- يحق للهيئة من خلال الجهات المختصة التحقيق في أي معلومات أو ظروف أو ممارسات تراها ضرورية لتنفيذ هذا القانون والأنظمة الصادرة بموجبه.

3- يحق للهيئة ومن خلال الجهات المختصة تدقيق الوثائق القيود والسجلات لأي جهة خاضعة إلى رقابة الهيئة والحصول على نسخ منها والتفتيش عليها بإشعار أو بدونه.

4- طلب حضور الشهود وسماع شهاداتهم تحت القسم، وتقديم أي وثائق ومستندات ذات علاقة بموضوع التحقيق.

5- يحق للهيئة الاستعانة بذوي الخبرة والاختصاص في إجراءات التحقيق والتفتيش .

6- إجراء تحقيق مع أي شخص أو سماع أقواله لتحديد فيما إذا كان قد ارتكب أي مخالفة لأحكام القانون والأنظمة الصادرة بمقتضاه.

7- إذا تبين للهيئة بعد إجراء التحقيق مع الشخص المهني انه قد ارتكب مخالفه فإنه يحق للمجلس اتخاذ التدابير التالية :

أ- نشر إعلان التحقيق .

ب- إصدار أو وقف تداول أو إصدار أي أوراق مالية يصدرها الشخص المخالف .

ج- تعليق أو إلغاء ترخيص أو اعتماد الشخص المخالف .

د- فرض غرامات مالية لا تتجاوز مقدارها خمسين ألف دينار على أي شخص إذا تبين انه قام عمدا بالمساعدة أو التحريض أو تقديم المشورة أو أمر شخصا بارتكاب أي مخالفة ، أو الإدلاء أو التسبب بالإدلاء أو تقديم معلومات غير صحيحة أو مضللة تتعلق بمعلومات جوهرية أو إخفاء معلومات تتعلق بمعلومات جوهرية .

وقد أعطى القانون الحق للشخص (العادي والاعتباري) الذي تقع عليه العقوبة الاعتراض لدى مجلس المفوضين أولا ثم الى محكمة العدل العليا ، وفي حال الرد أو عدم الرد يحق للشخص المخالف الطعن لدى محكمة العدل العليا ، ويحق للمجلس إحالة الشخص المخالف الى المحكمة المختصة.

كما نصت المادة / 111من قانون الأوراق المالية على أنه يحق للمستثمر الذي تعرض إلى أضرار مالية نتيجة بيع أوراق مالية مطالبة البائع أو المصدر بالتعويض عن الأضرار التي لحقت به شريطة أن يثبت ذلك ، أو نتيجة عدم صحة أو دقة أو كفاية الإفصاح الوارد في نشرة الإصدار المطالبة بالتعويض عن الأضرار التي لحقت به شريطة أن يثبت ذلك.

ومن الأمثلة على المخالفات وفق أحكام القانون :

- بيع أوراق مالية دون التأكد من ملكيتها.
- عدم احتفاظ المرخصين بتفاويض خطية.
- مخالفة اصدار أوراق مالية دون موافقة الهيئة .
- التأثير على الأسعار .
- مخالفات لعدم الإفصاح عن الأمور الجوهرية.
- مخالفة كبار المساهمين أو أعضاء مجلس الإدارة لعدم إعلام الهيئة بتعاملاتهم.

(د. الساكت بسام ،حماية المستثمرين ، محاضرة ألقيت في منتدى عبد الحميد شومان بتاريخ 2006/1/23 ص17)

رابعا : الإفصاح:

الإفصاح هو الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمر من قبل كل شركة مساهمة عامة تصدر أسهما أو سندات (د. الساكت بسام ، المرجع السابق ص8) .

وتنقسم أنواع المعلومات الى

1- معلومات مالية: وتشتمل على :

أ- تحليل مالي للشركة ونتائج لعمالها.

ب- معلومات عند إصدار الأوراق المالية جديدة .

ج- بيانات نصف سنوية (خلال شهر).

د- بيانات أولية (خلال 45 يوما).

ه- بيانات سنوية (خلال ثلاثة أشهر)

2- معلومات غير مالية : والتي تشمل على :

أ- بيانات خاصة بأعضاء بمجلس الإدارة مثل ملكياتهم ومكافآتهم وعقود المشاريع والارتباطات معهم وأي تغير يطرأ عليها .

ب- بيانات كبار المساهمين .

ج- أتعاب التدقيق .

د- أي تطورات جوهرية .

ه- إسهام الشركة في خدمة المجتمع والبيئة .

اما طبيعة المعلومات فتقسم الى قسمين هما :

1- معلومات تؤثر في سعر الورقة المالية.

2- معلومات تهم المستثمر بشكل عام .

وتتم عملية الإفصاح من خلال ما يلي :

1- الإعلان في الصحف اليومية.

2- التصريح لوسائل الإعلام المرئية والمقروءة.

أما فيما يتعلق بوقت الإفصاح يتم بما يلي :

1- دوريا : خلال مدد زمنية محددة مسبقا.

2- فوريا : عند حدوث أمر مهم أو حدث طارئ .

إن المصداقية تعزز وضع الشركات في السوق المالي وإن غياب المصداقية يؤدي الى إفـزاع المستثمرين ، ولتعزيز عملية الإفصاح لا بد من القيام بالخطوات التالية :

1-متابعة تطبيق تعليمات الإفصاح التي تلزم كافة الشركات المساهمة بالإفـصاح عـن كافـة المعلومات الضرورية للمستثمرين .

2- ضرورة كون المعلومات مدققة من مدقق حسابات .

3- اعتماد معايير المحاسبة الدولية ومعايير التدقيق الدولي .

4- إعداد نماذج للإفصاح باللغتين العربية والانجليزية .

(د.الساكت بسام ، المرجعين السابقين ص 16 وص 9).

خامسا : صندوق حماية المستثمرين:

نصت المادة /22 من قانون الأوراق المالية على انه يحق للهيئة إنشاء أو أن توافق لأي جهـة على إنشاء صندوق يسمى (صندوق حماية المستثمرين)يتمتع بالشخصية المعنوية ،وان الهيئـة

هي التي تحدد سائر الأمور المتعلقة بالصندوق ، من اهدافة وكيفية إدارته وشروط العضوية فيه وموارده والية عمله ، ويخضع هذا الصندوق إلى رقابة الهيئة.

وقد صدرت تعليمات صندوق حماية المستثمرين سنة 2007 ، التي نصت المادة /3 منها على أنه تسري أحكام هذه التعليمات على جميع شركات الخدمات المالية المرخصة من الهيئة لممارسة عمل وسيط مالي في بورصة عمان أو أي سوق لتداول الأوراق المالية مرخص من الهيئة داخل المملكة .

كذلك نصت المادة /5 منه على أن الهدف من هذا الصندوق هو حماية المستثمرين لدى شركات الخدمات المالية المرخص لها ممارسة عمل وسيط مالي عن طريق تعويضهم عن الأضرار التي قد تلحق بهم نتيجة إفلاس الشركات أو تصفيتها تصفية إجبارية.

ونصت المادة/6 من التعليمات على أنه يتولى إدارة الصندوق والإشراف عليه مجلس إدارة برئاسة رئيس مجلس مفوضي الهيئة وعضوية كل من:

1- نائب رئيس المجلس.
2- المدير التنفيذي للهيئة.
3- المدير التنفيذي للسوق أو من يحل محله.
4- المدير التنفيذي للمركز أو من يحل محله.

أما عن مهام وصلاحيات الصندوق فقد حددتها المادة /8 من التعليمات كما يلي:

1- وضع السياسة العامة للصندوق.

2- إقرار الخطة لاستثمار أموال الصندوق وفق أحكام هذه التعليمات .

3- إقرار الأنظمة التي يتطلبها الصندوق بما في ذلك تعيين مدير الصندوق وموظفي الصندوق .

4- إقرار الموازنة للصندوق الاطلاع ومتابعة إجراءات التصفية للوسيط المالي من خلال الهيئة

5- تعيين مدقق حسابات قانوني لتدقيق حسابات الصندوق وتحديد أتعابه.

6- النظر في طلبات التعويض المقدمة وفقا لأحكام التعليمات واتخاذ القرارات اللازمة بشأنها

7- تعيين مستشار قانوني ومحام لتمثيل الصندوق أمام المحاكم .

8- أي أمور أخرى يعرضها الرئيس عليه مما له علاقة بمهام الصندوق .

أما موارد الصندوق فقد أوضحت المادة /11 من التعليمات فتتكون مما يلي:

1- مجموع المبالغ المتجمعة لدى الهيئة لغايات إنشاء الصندوق.

2- إسهامات الوسطاء الماليين بان يلتزم كل وسيط بدفع (0،00001)واحد بالعشرة آلاف من حجم تداوله اليومي بيع وشراء .

3- عوائد استثمارات أموال الصندوق.

4- الغرامات التي يقررها المجلس على الوسطاء الماليين المرتبطة بمخالفاتهم لأحكام التعليمات.

5- أية موارد أخرى يوافق عليها الصندوق .

الإجراءات التي يقوم بها الصندوق لحماية المستثمرين :

أوضحت المادة/15 من التعليمات أن الصندوق يضمن ديون عميل الوسيط المالي الناشئة عن البيع والشراء في حالة صدور قرار بإفلاس الوسيط المالي أو وضعه تحت التصفية بما لا يتجاوز مبلغ خمسة آلاف دينار لكل عميل ، ويكون الحد الأعلى للضمان الذي يتحمله الصندوق في مواجهة جميع الدائنين بمبلغ لا يتجاوز مليوني دينار عن جميع المبالغ المدين بها الوسيط المالي الواحد ، وإذا تجاوزت الديون أكثر من مليوني دينار قسم هذا المبلغ على الدائنين كل بنسبة دينه قسمة غرماء وبما لا يتجاوز الحد الأعلى لتعويض الدائن الواحد خمسة آلاف دينار ، وإذا كانت موجودات الصندوق أقل من مبلغ مليوني دينار فيكون الحد الأعلى للضمان الذي

يقدمه الصندوق بما لا يتجاوز (75%)من صافي موجودات الصندوق عند شـــهر الإفـــلاس أو التصفية الإجبارية وتوزع على الدائنين قسمة الغرماء أيضا ، وينحصر ضمان ديون العمـــلاء بالديون الناشئة عن بيع وشراء الأوراق المالية ، ولا يضمن أية ديون ناشئة عن علاقات أخرى ، ولا يترتب على الصندوق كذلك أي ضمان إذا كان عميل الوسيط المالي الدائن أيا مما يلي:

1- الشريك في الشركة المشمولة بأحكام هذه التعليمات إذا كانت شركة ذات مساهمة محدودة أو توصية بالأسهم أو مساهمة خاصة.

2- أي عضو من أعضاء مجلس إدارة الشركة المشمولة بإحكام التعليمات أو هيئة مـــديرها أو مديرها العام.

3- المديرين وموظفي الشركة المشمولة بإحكام التعليمات.

4- أي شخص له سيطرة على الشركة.

كذلك أوضحت المادة /24 من التعليمات أنه يحق للصندوق أن يطلب من الهيئة تشكيل فريـــق تفتيش مشترك لمراجعة أو فحص أعمال أي من الشركات المرخصة بعمـــل الوســـيط المـــالي وسجلاتها وبياناتها ، وإذا علم الصندوق أن أيا من الشركات المرخصة بعمل الوسيط المالي أو أيا من الإداريين فيها يمارس عملا غير قانوني أو مخالفاً لأصول المعاملات المالية أو من شأنه تعريض الشركة للإفلاس أو التصفية يتعين عليه إعلام الهيئة بذلك وتزويدها بأي اقتراحـــات أو توصيات لازمه لمواجهة تلك الممارسات .

وهنا لا بد من الإشارة إلى مشروع القانون المعدل لقانون الأوراق المالية لسنة 2010 والمنشور على موقع هيئة الأوراق المالية (نشر هذا المشروع على موقع هيئة الاوراق المالية ابتداء من مطلع شـــهر ايـــار 2010 وذلك كي يطلع علية المهتمون ويبدوا أراءهم واقتراحاتهم) .

وباستعراض أحكام مشروع القانون المعدل يجد الباحث ان هذا المشروع اشتمل على العديد من الأحكام التي تتعلق بشركة الاستثمار المشترك وهي :

1- أشار المشروع في المادة /2 بند/2 إلى الغاء تعريف شركة الاستثمار المشترك من التعريفات في القانون ،ولدى مراجعة التعريفات في قانون الأوراق المالية الحالي النافذ لم اجد تعريفا لشركة الاستثمار المشترك بل ورد تعريف لشركة الاستثمار ،يبدو أن المشرع في المشروع قد وقع في خطأ سهوا وبدلا من ذكر شركة الاستثمار ذكر شركة الاستثمار المشترك ، ويتمنى الباحث أن يتنبه المشرع إلى ذلك .

2- تمت إضافة بند إلى صلاحيات ومهام هيئة الأوراق المالية ، وهو أن على كل شخص يرغب في تسويق أو بيع أوراق مالية صادرة خارج المملكة الحصول على موافقة مسبقة من هيئة الأوراق المالية وفقا للشروط التي يحددها المجلس .

وهنا يرى الباحث أن المشروع يقصد من إضافة هذا البند حماية المستثمرين من التلاعب بأموالهم وذلك فيما يعرف بالبورصة العالمية.

3- أضاف المشروع بندا في المادة 19/أ وهو تعليق تعامل أي شخص في البورصة ويقصد المشرع من ذلك حماية المستثمرين .

4- ألغى المشروع نص المادتين /21و/22 من القانون الحالي والتي تتعلق بإجراءات التحقيق وفرض الغرامات واستعاض عنهما بنصين جديدين ، ولدى قيام الباحث بمراجعة فقرات النصين الجديدين رأى أن مضمون النصين الجديدين هو نفس مضمون النص الحالي بشكل عام باستثناء تغيير قيمة الغرامة التي يحق للهيئة فرضها وهي مئة ألف دينار بدلا من خمسين ألف في النص الحالي.

ويرى الباحث أن هدف المشروع من ذلك هو تشديد العقوبة وذلك لمنع ارتكاب مخالفات .

5- أشارت المادة/91من المشروع الفقرة /ج إلى انه يحق للمجلس أنشاء وتنظيم أي شكل آخر من صناديق الاستثمار المشترك في الأوراق المالية بموجب تعليمات تصدرها لهذه الغاية وفقا لما تقتضيه المصلحة العامة أو حاجة السوق .

وهنا يرى الباحث أن قصد المشروع من إنشاء أو تنظيم أي شكل آخر من الصناديق هو إنشاء شركات استثمار مشترك .

6- أشارت المادة /96 من المشروع إلى انه يحظر على أي شخص تجميع أموال من الغير الا من خلال صناديق الاستثمار المشترك أو شركات استثمار مشترك باستثناء البنوك وشركات التامين أو أي شخص بناء على قرار من مجلس هيئة الأوراق المالية .

وهنا يرى الباحث أن المشروع قصد من ذلك هو حماية الجمهور والتأكد أن أموالهم تستثمر من خلال شركات مرخص لا بذلك وأنها ملتزمة بأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية

7- أشارت المادة/100 الفقرة /أ من المشروع إلى أن شركة الاستثمار المشترك هي نفس الشركة المساهمة العامة الواردة في قانون الشركات ولا يجوز تسجيل أية شركة استثمار مشترك الا بعد الحصول على موافقة خطية مبدئية من هيئة الأوراق المالية .

بالتمعن في حكم هذه الفقره يجد الباحث أنها احتوت على حكمين جديدين وهما :

أ- إنها حسمت الاختلاف التشريعي الواقع بين قانون الشركات وقانون الأوراق المالية وهذا ما نادى به الباحث في هذا البحث ويكون بموجب المشروع هنالك شركة الاستثمار المشترك بالمعنى الوارد في قانون الشركات .

ب- إنه لا يمكن تسجيل شركة استثمار مشترك الا بعد الحصول على موافقة مبدئية خطية من هيئة الأوراق المالية .

ويرى الباحث أن المشرع يهدف من ذلك إلى بيان مدى توافر الجدوى الاقتصادية والتأكد من التزامها بأحكام القانون كونها تستثمر أموال المستثمرين ولذلك لا بد من توافر الحماية القانونية لهم .

8- أشارت الفقرة/ب من نفس المادة/100 من مشروع القانون إلى أن أسهم هذه الشركة نقدية وتسدد قيمة الأسهم المكتتب بها دفعة واحدة ، بخلاف ما هو وارد في قانون الشركات من جواز تقديم حصص عينية أو تسديد قيمة الأسهم المكتتب بها على أقساط.

ويرى الباحث ان المشروع يهدف من ذلك إلى أن طبيعة عمل هذه الشركة تتطلب أموالا نقدية يجب توافرها باستمرار .

9- كذلك أشارت الفقرة /ج من نفس المادة/100 حكما جديدا وهو أن إجراء أي تعديل على عقد تأسيس الشركة أو نظامها الأساسي لا بد من الحصول فيه على موافقة هيئة الأوراق المالية .

يرى الباحث أن هذا قيد يرد على حرية الهيئة العامة للشركة ومجلس إدارتها ، إلا أن المشروع يهدف من هذا الإجراء هو أنه بالنظر إلى طبيعة عمل هذه الشركة وتعاملها بأموال الغير هناك هدف أولى بالاعتبار وهو عدم تعريض أموال المستثمرين إلى الضرر وحماية لهم من تعسف هيئة المديرين في اتخاذ قرارات تعسفية تضر بمصلحة المستثمرين في شركة الاستثمار .

ويرى الباحث أن هنالك تعارضا قد يقع بين هذا النص ونص البند /3 من الفقرة /ب من المادة /209 من قانون الشركات والتي يحق بموجبها لمجلس الإدارة في شركة الاستثمار المشترك ذات رأس المال المتغير رفع أو تخفيض رأس مال الشركة دون موافقة الهيئة العامة للشركة . وإزاء هذا التعارض يرى الباحث وجوب العمل بنص مشروع القانون المعدل كون قانون الشركات يعتبر القانون العام للشركات وإن قانون الأوراق المالية هو قانون خاص فيقدم الخاص على العام.

10- أشارت المادة /101 من المشروع الى انه لا يجوز لمدير الاستثمار أو أمين الاستثمار أو الشركات التابعة أو الحليفة أو المملوكة لهم أو أعضاء مجلس الإدارة أو مديرها العام أو أي موظف فيها ان تكون له مصلحة مباشرة أو غير مباشرة في استثمار والهدف من ذلك حماية أموال المستثمرين من تعسف هيئة المديرين في إدارة شركة الاستثمار المشترك .

11- أشارت المادة /102 من المشروع إلى انه تحدد بموجب تعليمات يصدرها المجلس إجراءات الأسهم واستردادها وتداولها والبيانات الواجب توافرها في النظام الأساسي وعقد التأسيس وغيرها من البيانات .

يرى الباحث أن المشروع قد أحسن صنعا بالنص على اصدار تعليمات خاصة بشركة الاستثمار المشترك لمنع الوقوع في اللبس مع صناديق الاستثمار المشترك وذلك ببيان كافة الأحكام المتعلقة بشركة الاستثمار فقط ، ويسجل لهيئة الأوراق المالية هذا الاجراء الذي يرى أنه يصب في مصلحة الاستثمار في الأردن .

12- أشارت المادة/ 103من المشروع المعدل إلى تحديد الأسس والمعايير لاستثمارات شركة الاستثمار المشترك وأنواع التعامل المسموح بها وفق تعليمات ، وإنه يحق للمجلس بناء على طلب يقدم إلى الهيئة السماح لشركة الاستثمار المشترك بتجاوز هذه الأسس والمعايير إذا تبين أن هذا الأجراء لا يضر المصلحة العامة أو مصلحة المستثمرين ،

وكان من المفروض الحصول على نسخة من هذه التعليمات ، إلا انه وللأسف لم تفرغ هيئة الأوراق المالية من وضع مسوده نهائية للتعليمات حتى لحظة كتابة هذه السطور ، ولكن الباحث يرى أن المشروع يسير على الطريق الصحيح وان هذه التعليمات ستعالج الكثير من النقص الحاصل في التعليمات السارية المفعول حتى الآن وإنها ستهدف إلى توفير الحماية القانونية للمستثمرين في شركة الاستثمار المشترك .

وأخيرا يرى الباحث أن هذه التعديلات ستسهم في إيجاد شركات استثمار مشترك في الأردن ، مما قد يشجع المستثمرين على الاستثمار في تلك الشركة في ظل توافر العديد من الأحكام القانونية التي تهدف إلى توفير حماية قانونية لهم مما قد يوفر سيولة في البلاد ويعود على الاقتصاد الوطني بالخير .

وتؤكد هيئة الأوراق المالية على لسان مديرها على حماية المستثمر في سوق الأوراق المالية وذلك بالعمل على حماية وتعزيز الثقة بالسوق وجذب الاستثمارات وحماية المتعاملين في السوق من خلال عدو محاور أهمها:

1- إلزام الشركات المساهمة العامة بتوفير المعلومات والبيانات اللازمة للمستثمرين والجمهور لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية .

2- تعزيز الإفصاح وحوكمة الشركات ونشر تداولات وملكيات ممثلي أعضاء مجلس إدارات الشركات المدرجة وملكيات من يملكون 1% فأكثر من رأس مال الشركات على المواقع الإلكترونية لهيئة الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية وبورصة عمان .

3- ممارسة الرقابة المستمرة على التداول وعلى الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة مستخدمة أنظمة إلكترونية جديدة للرقابة وللتداول وأخرى للتوثيق في مركز إيداع الأوراق المالية

4- باعتبارها كمؤسسة حكومية ، تعمل الهيئة على ترويج الاستثمار وفق أحدث الممارسات والمعايير الدولية.

(د.الساكت بسام /مقال منشور في جريدة الرأي الأردنية في العدد 14366 تاريخ 2010/2/9 ص25 الجزء الثاني ، عنوان المقال /سوق رأس المال الوطني واجه تداعيات الأزمة بتعزيز الثقة وتعميق الرقابة).

بعد استعراض أحكام شركة الاستثمار المشترك في قانون الشركات و متطلبات الاستثمار القانونية وكذلك باستعراض أحكام قانون الأوراق المالية لبيان مدى توافر المتطلبات القانونية للاستثمار، يجد الباحث أن أحكام شركة الاستثمار المشترك تستجيب للمتطلبات القانونية للاستثمار من حيث وجود سوق مالي في الأردن وإن كان حديثا نسبيا مقارنة مع الأسواق العالمية والدولية إلا انه منظم وفي الطريق الصحيح لمواكبة الأسواق الدولية ، كذلك من حيث وجود قوانين وتشريعات اقتصادية تشجع على الاستثمار منها قانون الأوراق المالية الذي يهدف الى إعادة هيكلة السوق المالي والى ثقافة الاستثمار وليس الى ثقافة الاستهلاك .

كما وان هذا القانون يشتمل على الكثير من المواد التي تهدف الى توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل في الأوراق المالية ، وتنظيم وتطوير سوق الأوراق المالية وحماية المستثمرين من الغش والخداع ، وذلك من خلال توفير إجراءات الرقابة وفرض الغرامات على المخالفين وإجراءات التفتيش والتحقيق على الهيئات الخاضعة لرقابة الهيئة ومن توفير المعلومات (الإفصاح) التي تهم المستثمر وذلك لبناء قراره الاستثماري بناء على هذه المعلومات ، وكذلك توفير صندوق يعنى بحماية المستثمرين يسمى صندوق حماية المستثمرين ، كما ويدعو هذا القانون الى تشجيع تنظيم تنظيمات الاستثمار في القيم المنقولة من صناديق الاستثمار المشترك وشركات الاستثمار المشترك وذلك بتوفير فرص استثمارية حقيقية للمستثمر من خلال المؤسسات المالية تكون لديها الخبرة الفنية والدراية العالية في إدارة مثل هذه التنظيمات .

وعليه يستطيع الباحث القول بأن المتطلبات القانونية للاستثمار متوافرة في شركة الاستثمار المشترك وإنها أداه للاستثمار الآمن في الأوراق المالية لتحقيق ربح وعائد مستقر ومجز ولتوافر تنظيم تشريعي لهذه الشركة ، ويتمنى الباحث على شركات الخدمات المالية والخبراء الماليين

العمل على تأسيس مثل هذه الشركة لما لها من مزايا خاصة في تحقيق الآمان وتشجيع الاستثمار مما يجذب رؤوس الأموال وتوفير السيولة النقدية في البلاد فيعود على الاقتصاد الوطني بالنفع.

المحور الرابع

أسباب عدم وجود شركات استثمار مشترك في الأردن

يرى الباحث أن عدم وجود شركات استثمار مشترك في الأردن الى ألان يرجع الى عدة أسباب وهي:

1- الاختلاف التشريعي لأحكام هذه الشركة بين قانون الشركات وقانون الأوراق المالية ، ذلك أن قانون الشركات نص في المادة/209 منه على أن غاية هذه الشركة هو الاستثمار وتوظيف الأموال في القيم المنقولة في الأوراق المالية ويمتنع على هذه الشركة أن يكون لها غاية أخرى ، في حين أن قانون الأوراق المالية نص في المادة رقم/2 منه في التعريفات على أن شركة الاستثمار هي الشركة التي يكون نشاطها الرئيس هو الاستثمار في الأوراق المالية أو الاتجار بها أو تنوي التملك بها أو تنوي تملك ما يزيد على 50% من مجموع موجوداتها في الاستثمار على شكل أوراق مالية.

يفهم من هذا النص أن شركة الاستثمار الواردة في قانون الأوراق المالية هي الشركة التي يكون نشاطها الرئيس الاستثمار في الأوراق المالية والاتجار بها، وهذا الشق الوارد في التعريف يتفق مع مفهوم شركة الاستثمار المشترك في قانون الشركات ، لكن الاختلاف ورد في الشق الثاني من هذا التعريف ، حيث اعتبر المشرع أن كل شركه تتملك أو تنوي تملك ما يزيد نسبته على 50 % من مجموع موجوداتها عل شكل أوراق مالية هي شركة

استثمار، أي انه قد لا تستثمر هذه الشركة جميع موجوداتها على شكل أوراق ماليـــة بـــل وتستثمر الجزء الباقي في مجالات أخرى كالصناعة أو العقارات أو التمويل وغيرهـــا مـــن مجالات الاستثمار، وهذا المفهوم لا يتفق مع معنى شركات الاستثمار بالمعنى الفني الـــدقيق التي تعرض عن أعمال السيطرة أو التمويل أو الاستثمارات المباشرة .

لذلك يرى الباحث أن هذا الاختلاف قد أوجد خلطا وإرباكا لدى الكثير من الشركات المالية وأدى الى استغلال هذا المفهوم للقيام بالاستثمار في كافة مجالات الاســـتثمارات المباشـــرة وغير المباشرة مما يعرض أموال المستثمرين إلى الخطر، وبالفعل يوجد عدد من الشركات تعمل بالمعنى الوارد في قانون الأوراق المالية ، لذلك يكون المشرع الأردني مدعوا لإزالة هذا الاختلاف التشريعي وجعل الأحكام الواردة في قانون الأوراق المالية متوافقة مع قانون الشركات لتكون جميع أموال شركات الاستثمار مستثمره في الأوراق المالية حتـــى تعتبـــر شركات استثمار بالمعنى الوارد في قانون الشركات .

2- وجود قناعه لدى الخبراء الماليين بأن صناديق الاستثمار المشترك تفي بالغرض عـــن شركات الاستثمار، ذلك أن صناديق الاستثمار تحمل نفس الغرض الـــذي تحملـــه شـــركة الاستثمار المشترك وهو الاستثمار في القيم المنقولة وتعمل على حماية أموال المدخرين من خلال توزيع المخاطر وعدم تعسف المديرين القائمين على إدارة الـــصندوق ، خاصـــة وان المشرع الأردني قد اعترف بالشخصية المعنوية للصندوق ، وانه يحق لمشتركي الـــصندوق الاشتراك في الإدارة وان أسهم الصندوق تطرح للتداول في السوق المالي تمامـــا مثـــل أي شركه مساهمة ، وان الفرق بين صناديق الاستثمار وشركات الاستثمار المشترك هو طبيعة العلاقة بين المدخرين والصندوق.

ففي صناديق الاستثمار المشترك العلاقة بينهم هي علاقة تعاقديـــه بينمـــا فـــي شـــركات الاستثمار العلاقة نظاميه يحكمها قانون الشركات، وهذا لا يهم المستثمر ما دام يوجد نظـــام حماية له من المخاطر، حيث يوجد نوعان من الصناديق المغلقة والمفتوحة التي يستطيع من خلالها المستثمر الدخول والخروج منها متى شاء .

3- عدم وجود امتيازات ضريبية لشركة الاستثمار المشترك ، كما هو في الدول الغربيـــة التي لها تجارب كبيرة في شركات الاستثمار ، ذلك أن شركة الاستثمار المشترك الأردني تخضع إلى قانون ضريبة الدخل في استيفاء الضرائب وان المساهم في هذه الشركة يخضع إلى ضريبتين وهما الضريبة المتحققة على توزيعات الأرباح في الشركات التي تسهم فيهـــا شركات الاستثمار والضريبة الثانية المتحققة على أرباح شركة الاستثمار المشترك نفسها مما يجعل مركز المدخر أسوأ مما لو أراد أن يدير حافظته بنفسه حيث لا يخـــضع إلـــى أيـــة ضرائب إلا انه يتحمل مخاطر استثماره لوحده .

الفصل السادس

الخاتمة

بعد أن تم استعراض أحكام شركة الاستثمار المشترك في القانون الأردني ومدى استجابة أحكامها مع المتطلبات القانونية للاستثمار، توصل الباحث الى عدة نتائج وتوصيات ، وفيما يلي بيانها:

أولا : النتائج

1- لم يعرف المشرع الأردني في قانون الشركات شركة الاستثمار المشترك ، بل اكتفى ببيان أشكالها بأنها قد تأخذ إحد الشكلين: شكل شركة استثمار مشترك ذات رأس مال ثابت وشكل شركة استثمار مشترك ذات رأس مال متغير.

2- هناك اختلاف تشريعي في الأردن في تعريف شركة الاستثمار في قانون الأوراق المالية وفي تعليمات الاستثمار المشترك .

3- هناك اختلاف تشريعي في الدول التي لها تجارب في شركة الاستثمار المشترك في تسمية هذه الشركة ، فتارة تسمى بترست الاستثمار وتارة تسمى شركة الاستثمار وتارة أخرى تسمى تنظيمات الاستثمار المشترك.

3- يتشابه كل من صندوق الاستثمار المشترك وشركة الاستثمار المشترك من حيث وحدة الغرض والوظيفة في تكوين وإدارة حوافظ القيم المنقولة وكذلك من حيث إتباع مبدأ توزيع المخاطر والامتناع عن التمويل والسيطرة والمضاربة ، إلا أنهما يختلفان من حيث العلاقة التي تربط الأطراف ، ففي صندوق الاستثمار المشترك العلاقة بينهما علاقة تعاقدية أما في شركة الاستثمار المشترك فالعلاقة بينهما نظامية تخضع إلى قواعد قانون الشركات .

4- يوجد سوق مالي للأوراق المالية في الأردن آخذ في التطور ومواكبة التطورات للأسـواق المالية العالمية ، وهناك قانون للأوراق المالية رقم 23 لسنة 2002، ولو مؤقت ، والذي يهدف الى إعادة تنظيم وهيكلة سوق المال حسب المعايير العالميـة والعمـل علـى زيـادة الـشفافية والإفصاح وتوفير الخدمات المالية للمستثمرين وذلك تعزيزا لمبدأ حماية المستثمرين في الأوراق المالية .

5- تتخذ شركة الاستثمار المشترك شكل الشركة المساهمة العامة وتقتصر غاياتها على استثمار أموالها وأموال الغير بالاستثمار في الأوراق المالية ويحظر عليها القيـام بأعمـال المـضاربة والتمويل والسيطرة وبالتالي يمنع على باقي الأنواع الأخرى للشركات إنشاء شـركة اسـتثمار مشترك.

6- أوجب قانون الشركات تطبيق أحكام الشركة المساهمة العامة على كل ما لم يرد بـه نـص خاص في شركة الاستثمار المشترك.

7- اوجب قانون الشركات تضمين عقد التأسيس والنظام الأساسي لشركة الاستثمار المـشترك اسم مستشار استثماري وذلك للقيام بإدارة الشركة .

8-تتميز شركة الاستثمار المشترك ذات رأس المال المتغير بالمرونة بحيـث تـسمح بـدخول وخروج المستثمرين متى شاؤوا دون الدخول في الأسواق المالية والتعرض إلى قانون العرض والطلب ، بعكس شركة الاستثمار المشترك ذات رأس المال الثابت التي لا يستطيع المستثمرون الدخول والخروج منها متى شاؤوا بل يكون ذلك من خلال الأسواق المالية وفق قانون العـرض والطلب.

9- لم يضع المشرع الأردني شروطا خاصة لأعضاء مجلس الإدارة بل اكتفى بتطبيق شـروط أعضاء الشركة المساهمة العامة .

10- أجاز المشرع الأردني لشركة الاستثمار المشترك ذات رأس المال المتغير عـدم دعـوة الهيئة العامة إلى الانعقاد إلا في السنوات التي يتوجب على المجلس انتخاب مجلس إدارة جديد .

11- لا يجوز للمساهم في شركة الاستثمار المشترك الاعتراض على قرار الانـدماج ، ولكـن يجوز له أن يسترد أسهمه بسعر يمثل صافي قيمة الأسهم محسوبا بتـاريخ الاسـترداد ناقـصا العمولات والرسوم التي تحددها الشركة في نظامها الأساسي.

12- لم يلحظ الباحث وجود نص ، سواء في قانون الشركات أو في قانون الأوراق الماليـة أو في تعليمات الاستثمار المشترك ، يحظر القيام ببعض العمليات كالحظر على تأسيس شـركات وليدة واكتساب أوراقها المالية أو الحظر على القيام بعمليات البيع المكشوف أو حظـر شـراء العقارات.

13- اتبع المشرع الأردني في أسلوب إدارة شركة الاستثمار المشترك أسـلوب الإدارة غيـر المباشرة وذلك بتعين مستشار استثماري يقوم بإدارة الشركة .

14- لم يلحظ الباحث اختيار المشرع الأردني أيا من أسلوبي الإدارة الجامدة أو المرنة ، إلا انه أشار في تعليمات الاستثمار المشترك الى وجوب تضمين النظام الأساسي للشركة أسس ومعايير تنويع الاستثمارات.

15- تتمثل الرقابة الخارجية لشركة الاستثمار المشترك بوزارة الصناعة والتجـارة ومراقـب الشركات وهيئة الأوراق المالية.

16- أشار قانون الشركات الى انه لا يحق للمساهم في شركة الاسـتثمار المـشترك ذات رأس المال المتغير أن يطلع على سجلات المساهمين ما لم ينص النظام الأساسي للشركة على غيـر ذلك ، والهدف من ذلك أن ما يهم المساهم هـو اسـتثماره فقـط ولـيس المـساهمين وقيمـة استثماراتهم.

17- تخضع شركة الاستثمار المشترك إلى رقابة هيئة الأوراق المالية من حيث القيام بإجراءات التفتيش والتدقيق والسجلات والمعاملات والمراسلات البنكية وغيرها.

18- لم ينص المشرع على امتيازات ضريبية لشركة الاستثمار المشترك سواء في قانون الشركات أو في قانون الأوراق المالية أو في تعليمات الاستثمار المشترك أو حتى في قانون ضريبة الدخل لسنة 2009 المؤقت ، بل اعتبرها في هذا القانون الأخير كأي شركة مساهمة .

19- يخضع المستثمر في شركة الاستثمار المشترك الى ضريبتين ، وهما الضريبة المستحقة على توزيعات الأرباح لشركة الاستثمار المشترك التي تمتلك أوراقها في شركة أخرى، والضريبة المفروضة على أرباح شركة الاستثمار المشترك ، وهذا يعني أن المستثمر يتحمل عبئا ضريبيا أكثر مما لو أراد أن يدير حافظته بنفسه .

20- لاحظ الباحث أن قانون ضريبة الدخل لسنة 2004 الملغى كان قد نص على إعفاء ما نسبته 25% من أرباح شراء الأسهم والسندات لشركات البنوك والخدمات المالية وصناديق الاستثمار المشترك ، إلا انه وللأسف ألغى هذا النص ولم يعاد في القانون الحالي النافذ كي يصبح هناك امتياز ضريبي ولو نسبي لشركة الاستثمار المشترك للتشجيع على الاستثمار في الأوراق المالية .

21- تجيز بعض التشريعات الغربية اندماج شركة الاستثمار المشترك مع شركات أخرى مختلفة في الغايات والإغراض وبشروط ، إلا أن قانون الشركات الأردني اشترط لصحة اندماج شركة الاستثمار المشترك مع شركة أخرى وجوب المماثلة في الغايات والأغراض ، وأن تكون شركة قائمة ومتمتعة بالشخصية المعنوية ومتماثلة بالشكل القانوني .

ثانيا التوصيات:

يقدم الباحث عدة توصيات آملا من المشرع الأردني الأخذ بها وهي :

1- تعريف شركة الاستثمار المشترك في قانون الشركات الأردني مع بيان الشكل القانوني وغرض الشركة والمبادئ التي تقوم عليها الشركة والعمليات المحظور عليها القيام بها.

2- إزالة الاختلاف التشريعي الواقع بين قانون الشركات وقانون الأوراق المالية ، وذلك بالتخلي عن كلمة شركة الاستثمار الواردة في التعريفات في قانون الأوراق المالية والاستعاضة عنها بكلمة شركة الاستثمار المشترك حتى يصبح هناك توافق بين القانونين.

3- تسمية هذه الشركة بشركة توظيف الأموال أو وضع هذه العبارة بعد كلمة شركة الاستثمار المشترك حتى يتمكن الجمهور من معرفة طبيعة عمل هذه الشركة.

4- قيام مراقب الشركات باتخاذ دور إيجابي عند تبلغه قرار التخفيض أو الزيادة في رأسمال الشركة سواء بالموافقة أو الرفض مع منح مجلس إدارة الشركة الحق في الاعتراض لدى محكمة العدل العليا.

5- إلزام شركة الاستثمار المشترك بالنص في النظام الأساسي للشركة بعدم إصدار أسهم ممتازة تعطي حاملها حقوقا وامتيازات أكثر من باقي المساهمين كذلك منع الشركة من إصدار حصص التأسيس

6- النص على شروط خاصة يجب توافرها في أعضاء مجلس الإدارة كشرط توافر الخبرة في مجال الأوراق المالية وأعمال البورصات وشرط التمثيل من بين أعضاء مجلس الإدارة ممثلا عن هيئة الأوراق المالية لمراقبة أعمال الشركة.

7 – النص صراحة على عدم إجازة ممارسة شركة الاستثمار المشترك أية أعمال أخرى لا تتفق مع أغراضها وغاياتها كأعمال التمويل والسيطرة والمضاربة.

8- وضع سقف أعلى لاستثمارات الشركة في الأوراق المالية التي تصدر عن الحكومة أو البنك المركزي أو المكفولة من أي منهما ، ويقترح الباحث أن تكون النسبة 35% أو 40% كحد أعلى والغاية من ذلك تنويع الاستثمارات.

9- سيادة المبدأ المهيمن على نشاط الشركة تقسيم المخاطر وتوزيعها بحيث تتوزع استثمارات أموال الشركة بين عدد من مجالات النشاط الاقتصادي وتمتد لتشمل مناطق جغرافيـــة خـــارج حدود الوطن.

10- النص على امتيازات ضريبية لشركة الاستثمار المشترك كما كان معمولا به فـــي قـــانون ضريبة الدخل الملغى لسنة 2004 .

11- النص على وجوب أخذ موافقة هيئة الأوراق المالية عند تأسيس شركة الاستثمار المشترك وعدم الاكتفاء بموافقة مراقب الشركات على تأسيس الشركة

12- إصدار قانون خاص بشركة الاستثمار المشترك يتم بموجبه تحديد الشروط الواجب توافرها في أعضاء مجلس الإدارة وتعيين المدير وكيفية إدارة الـــشركة وإدارة اســـتثماراتها والبيانـــات الواجب توافرها في عقد التأسيس والنظام الأساسي .

قائمة المراجع العربية:

- أرشيدات ،ممدوح ،2005،التشريعات المالية والمصرفية في الأردن ،دار وائل للنشر.

- 2006 . تداول الاوراق المالية في القانون الاردني ، بحث مقدم لنقابة المحاميين الاردنيين النظاميين

- إسماعيل ،حسن محمد .1990 .الشركة القابضة وعلاقاتها بشركتها التابعة . جامعة مؤتة.

- البارودي ،علي .عمليات البنوك من الوجهة القانونية1993 دون دار نشر.

- برهم ،محمد عطا .التأمين من الوجهة القانونية ،دون سنة نشر أو دار طباعة

- التميمي ،أرشيد فؤاد وسلام ،أسامة عزمي .2000 . الاستثمار في الأوراق المالية تحليل وإدارة .دار الميسرة

- السامرائي ،دريد محمود .2006 .الاستثمار الأجنبي والمعوقات والضمانات القانونية .مركز دراسات الوحدة .

- سامي ،محمد فوزي ،2006 ،الشركات التجارية الأحكام العامة والخاصة دراسة مقارنة ، عمان دار الثقافة للنشر والتوزيع .

- القانون التجاري .الشركات 1997. الجزء الرابع.

- شاهين ،محمد شوقي ،الشركات المشتركة طبيعتها وأحكامها في القانون المصري المقارن ، دون سنة طبع وبدون دار نشر رسالة دكتوراه.

- شرف الدين ،احمد ،1988 .الدليل القانوني لتوظيف الأموال .

الشرقاوي ،محمود سمير،1980.المشروع المتعدد القوميات والشركة القابضة كوسيلة لقيامة. القاهرة .مجلة مصر المعاصرة.

- الشركات التجارية في القانون المصري .1980.دار النهضة العربية.

- شفيق، محسن.1980. الوسيط في القانون التجاري .دار النهضة.

- الضمور ،خليل محمود .2005 .قانون ضريبة الدخل والأنظمة والتعليمات الصادرة منذ سنة 1994 لغاية 2004 .دار الثقافة للنشر والتوزيع .

- طاحون ، نصر علي .2003 .شركة إدارة محافظ الأوراق المالية. دار النهضة العربية

- الطراد ،إسماعيل إبراهيم وعباد ،جمعة محمود .200 .التشريعات المالية والمصرفية من منظور مالي الطبعة الثالثة .بون دار نشر.

- طه، مصطفى كمال.2000 التشريعات التجارية .دار النهضة.

- عبد التواب ،معوض .1988 .شرح قانون توظيف الأموال .مطابع غباشي.

- العكيلي ، عزيز .2007 الوسيط في الشركات التجارية عمان.دار الثقافة للنشر والتوزيع.

– عبدالله ،نهال فتحي .2003 .تنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة . دار النهضة العربية.

– عبيدات، مؤيد احمد محي الدين .2007. الرقابة الحكومية على تأسيس الشركات .دار الحامد للنشر والتوزيع عمان.

– علم الدين، محمد الدين إسماعيل .1982 . خدمات أمناء الاستثمار

– فوزي ،عطوي الشركات التجارية بيروت 1997

–قرمان ،عبد الرحمن السيد .2000 .المركز القانوني لمدير الاستثمار .دار النهضة العربية.

– القيسي ،أعاد حمود ،2000 .المالية العامة والتشريع الضريبي .دار الثقافة للنشر والتوزيع.

– الكيلاني ،محمود . 2008 .الموسوعة التجارية والمصرفية المجلد الخامس الشركات التجارية دراسة مقارنة . دار الثقافة للنشر والتوزيع .

– المصري، حسني . 1981 شركات الاستثمار دار النهضة العربية

– صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن ، الكويت1995.

– الجوانب القانونية الخاصة لاندماج شركات الاستثمار في شركات خاصة.1986. الطبعة الأولى .دار النهضة العربية.

- كوماني ،لطيف جبر.1997 الوجيز في شرح قانون الشركات الأردني دار الثقافة للنشر والتوزيع

- محمود ،احمد شعبان و السيد ، رجب عبد الحكيم.2004. شرح أحكام قانون سوق المال .دار النهضة العربية.

- موسى، طالب حسن .الموجز في قانون الشركات .الطبعة الثانية مطبعة المعارف بغداد دون سنة نشر .

- ياملكي ،أكرم .2008.القانون التجاري الشركات.دار الثقافة للنشر والتوزيع.

رسائل:

- بصبوص ،فايز إسماعيل .2006. الآثار القانونية المترتبة على اندماج الشركات المساهمة العامة .رسالة دكتوراه .جامعة عمان العربية.

- الشريده ، توجان فيصل،2004. النظام القانوني لعمل شركات الوساطة المالية في سوق الاوراق المالية الاردني ، رسالة دكتوراه جامعة عمان العربية .

- غوشة ،معتصم .2007.مدى استقلال الشركة التابعة عن الشركة القابضة رسالة دكتوراه .جامعة عمان العربية.

مقالات:

الساكت ،بسام

- افاق الاستثمار الجديد في الاردن .2000 . محاضره القيت في منتدى عبدالحميد شومان بتاريخ 2000/9/11

- حماية المستثمر .2006. محاضره القيت في منتدى عبدالحميد شومان بتاريخ 2006/1/23

- مقال منشور في جريدة الرأي الأردنية في العدد 14366 تاريخ 2010/2/9 ص25 الجزء الثاني ، عنوان المقال /سوق رأس المال الوطني واجه تداعيات الأزمة بتعزيز الثقة وتعميق الرقابة).

قائمة المراجع الاجنبية:

- FAFFA (J.)Les societes d , Investissement et la geation collective de l, Eprgne Connaissace Economique Editions Cujas, paris 1961.
- HAMEL JOSEPH :Les societes d,Investissment ,Pris 1960.
- LANDER (j.)Une Formule Moderne de Placement des Capitaux, les Investment Turst , Receuil sirey, Paris 1959.
- RASSI (F.) Investment Trust , gestion et Fiscalite ,Etude Compare, L.G.D.J. Paris1968.
- RAVEL: (R.)Les Societes d,Investissement ,Etude Juridique Economique et Financiere, Librairie du Receuil Sirey,Paris 1959.
- SERVIEN (L.) :Societes d,Investissement ou Fonds de Placement ,Nouvelle Formule de L,Epargene, Lausanne ,1969.

الرسائل:

- AL- MAHAHMAT ABDOUL: Les societes de,investissment capital variable sivac-these paris 1979.
-FAIN (G.):Investment Trust ,Invetment Companies et societe d,Investissement , Revue Banque 1949.
-RASSI FAOUSI: Invetment Trust gestion et fiscalite (etude compare) L.G.D.J,1964.
- SEEN (J.): Les societes d,Investissement en Droit Francais et compare These Paris L.G.D.J. 1957 .
-SENARD OLIVIER: Les organs de placement collectif en valeurs mobilieres paris 1974.